

QEI

Quaderni

di ECONOMIA IMMOBILIARE

2004

PERIODICO
SEMESTRALE DI
TECNOBORSA

Centro Studi Tecnoborsa
L'Indagine 2004 sulle famiglie italiane: aste e mutui

Banca d'Italia
I prestiti bancari per l'acquisto di abitazioni

Associazione Bancaria Italiana
Un panorama sulle obbligazioni garantite

Confindustria
Il rapporto tra banca e impresa in Italia

2

QEI

*“... affinché l’Europa
ridiventi il centro
del mondo economico,
bisogna che i suoi
uomini innanzitutto
abbandonino il
culto dell’oro e delle
ricchezze materiali
e diano pregio
all’integrità di
carattere...”*

*Da sole, senza
dubbio, l’elevazione
morale e l’intelligenza
creatrice non
bastano; ma, se
queste ci sono,
dollari e resto
verranno da se.”*

*Luigi Einaudi
“Il Buongoverno”*



Gennaio/Giugno 2004
N. 2 - Anno II

QEI - QUADERNI DI ECONOMIA IMMOBILIARE PERIODICO SEMESTRALE DI TECNOBORSA

DIRETTORE RESPONSABILE

Maria Annunziata Scelba

COMITATO EDITORIALE

Giampiero Bambagioni

Giovanni Chessa

Ettore Troiani

DIREZIONE, REDAZIONE E AMMINISTRAZIONE

TECNOBORSA S.C.p.A.

Sede legale: Via de' Burrò 147 - 00186 Roma

Sede operativa: Via dell'Umiltà 48 - 00187 Roma

Telefono (+39) 066780119

Telefax (+39) 0669380180

info@tecnoborsa.com

www.tecnoborsa.it

*Pubblicazione depositata per la protezione
della proprietà scientifica e letteraria.*

*Ogni diritto è riservato. La riproduzione degli articoli,
anche parziale, è permessa solamente citando la fonte.*

L'Editore e gli autori della presente pubblicazione

non possono assumere alcuna responsabilità

conseguente a perdite subite da terzi in quanto

derivate dall'uso o dal mancato uso dei testi

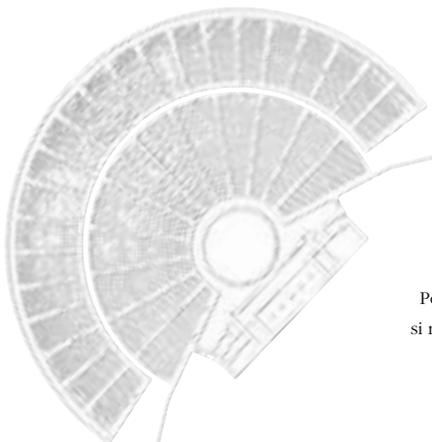
o del materiale ivi contenuto.

L'Editore è a disposizione per eventuali diritti di terzi.

REGISTRAZIONE

Registrazione Tribunale di Roma

del 29 maggio 2003 n° 254/2003



PROGETTO GRAFICO E IMPAGINAZIONE

ATON Immagine e Comunicazione S.r.l. - Roma

Monica Macchiaioli

STAMPA

Union Printing S.p.A. - Roma

Per le fotografie alle pagine 11, 12, 29, 53, 58, 90/91, 95 e 96,
si ringrazia il Centro Studi Consiglio Nazionale degli Ingegneri



Sin dal 1997 **Tecnoborsa** – società consortile per azioni di emanazione camerale – opera per contribuire allo sviluppo, alla regolazione, alla trasparenza e alla ricerca nel campo dell'economia immobiliare italiana e internazionale.

Tecnoborsa è un ente istituzionale senza fini di lucro e vuole essere un mezzo per regolare il mercato immobiliare nazionale attraverso lo sviluppo di sistemi, strumenti e linee guida atte a favorire l'interazione di tutti i soggetti che raffigurano l'intero panorama della domanda e dell'offerta in Italia.

La stessa compagine societaria di **Tecnoborsa** dimostra la sua forte vocazione di rappresentanza e, ad oggi, annovera 24 soci di cui 19 espressione delle Camere di Commercio e degli enti camerali tra i più attivi in ambito immobiliare, unitamente ad altri organismi:

- Camere di Commercio di:
Ancona, Ascoli Piceno, Bari, Brescia,
Como, Cosenza, Macerata, Milano, Novara,
Perugia, Pescara, Pisa, Ravenna, Rieti,
Rimini, Roma, Terni
- Confedilizia
- FIAIP - Federazione Italiana Agenti Immobiliari Professionali
- Immobilcredit Srl
- Progetto Europa Associates Srl
- Regione Lazio
- Unioncamere Regionale Lazio
- Unioncamere Molise



In linea con la propria *mission* e per consolidare le funzioni di analisi e approfondimento proprie di **Tecnoborsa** e del suo Osservatorio sul Mercato Immobiliare – ONMI, è stato creato un nuovo organismo preposto alla ricerca, il Centro Studi sull’Economia immobiliare – CSEI, un nucleo di studio che cura la rilevazione, l’elaborazione e la diffusione di dati di importanza strategica per la pianificazione e l’attuazione di scelte nella sfera della politica economica, urbanistico-edilizia, creditizia e fiscale.

L’attività di **Tecnoborsa** è supportata da un Comitato Tecnico-Scientifico rappresentativo di tutti i maggiori soggetti esperti in materia che, in particolare, contribuisce alla realizzazione del “Codice delle Valutazioni Immobiliari - *Italian Property Valuation Standard*”, un vero e proprio strumento di lavoro per gli operatori del settore.

Attraverso i QEI - Quaderni di Economia Immobiliare, **Tecnoborsa** si propone, dunque, di affrontare da vicino temi, indagini, normative e processi, per ampliarne la circolazione e la conoscenza ma sempre in chiave di trasparenza e regolazione, per creare e accrescere una nuova cultura in ambito immobiliare.

COMITATO TECNICO-SCIENTIFICO TECNOBORSA

- ▶ ABI Associazione Bancaria Italiana
- ▶ CENSIS Centro Studi Investimenti Sociali
- ▶ CONFEDILIZIA Confederazione Italiana della Proprietà Edilizia
- ▶ Consiglio Nazionale degli Architetti
- ▶ Consiglio Nazionale dei Geometri
- ▶ Consiglio Nazionale degli Ingegneri
- ▶ Consiglio Nazionale dei Periti Industriali
- ▶ Consiglio Nazionale delle Borse Immobiliari Italiane
- ▶ FIAIP - Federazione Italiana Agenti Immobiliari Professionali
- ▶ GEO.VAL. Esperti
- ▶ INU Istituto Nazionale di Urbanistica
- ▶ Libera Università degli Studi Sociali Luiss Guido Carli
- ▶ Ministero delle Attività Produttive
- ▶ Ministero dell'Economia e delle Finanze - Agenzia del Territorio
e Dipartimento del Tesoro
- ▶ Poste Italiane
- ▶ UNI Ente Nazionale Italiano di Unificazione
- ▶ UNIONCAMERE Unione Italiana delle Camere di Commercio
- ▶ Università Commerciale Luigi Bocconi - Newfin

SOMMARIO

PRESENTAZIONE	8
INTRODUZIONE	10
I - L'INDAGINE TECNOBORSA 2004: LE FAMIGLIE ITALIANE E IL MERCATO IMMOBILIARE - IL RICORSO ALLE ASTE IMMOBILIARI E AI MUTUI	
1. Introduzione	19
2. Aste immobiliari	20
3. Mutui	22
II - I PRESTITI BANCARI PER L'ACQUISTO DI ABITAZIONI IN ITALIA E NELL'AREA DELL'EURO	
1. Introduzione	25
2. Il credito bancario alle famiglie in Italia e nell'area dell'euro	25
3. Il credito alle famiglie in Italia: gli andamenti di medio termine	28
4. Le strutture di offerta: l'evoluzione nell'ultimo decennio	32
5. I tassi d'interesse in Italia e nell'area dell'euro	34
6. Le tipologie di contratti: tasso fisso e tasso variabile	38
7. Conclusioni	39
III - I NUOVI STRUMENTI DI RACCOLTA BANCARIA: IL MODELLO DEI <i>COVERED BOND</i> IN EUROPA	
1. Introduzione	41
2. Normativa e regolamentazione	46
2.1. Vigilanza	49
3. Tipologia e requisiti delle banche emittenti	49
3.1. Garanzia dell'emittente	51
3.1.1. Consistenza dei <i>covered bond</i> rispetto al capitale versato della banca	52
3.1.2. Limitazioni territoriali di attività	53
4. Attività impiegate come copertura dei <i>covered bond</i>	54

4.1.	Rapporto di copertura tra <i>covered bond</i> ed <i>asset</i>	55
4.2.	Fondi di copertura dei <i>covered bond</i> in circolazione	57
4.3.	Registrazione delle attività del fondo	59
4.4.	<i>Trustee</i> degli <i>asset</i> posti a copertura dei <i>covered bond</i>	59
4.5.	<i>Cash-flow matching</i>	60
4.6.	Specifici strumenti di informazione al pubblico	61
5.	<i>Asset</i> a copertura: il caso dei mutui fondiari	61
5.1.	Grado dell'ipoteca	63
5.2.	Limite del <i>loan to value ratio</i> (LTV)	63
5.3.	Valutazione dell'immobile in garanzia	64
5.4.	Estinzione anticipata del mutuo (estinzione anticipata dei <i>covered bond</i>) e del titolo	66
5.5.	Assicurazione dell'immobile	66
5.6.	Revocatoria fallimentare in caso di fallimento del mutuatario	67
6.	Rimborso dei titoli in caso di fallimento della banca emittente	68
6.1.	Priorità di rimborso	69
7.	Coefficiente di ponderazione	70
7.1.	Stanziabilità dei titoli emessi e altre agevolazioni	71
8.	Caratteristiche delle emissioni <i>jumbo</i>	72
	MATRICE DI SINTESI - <i>COVERED BOND</i>	74
	APPENDICE - GLOSSARIO	78

IV - IL FINANZIAMENTO DELL'ATTIVITÀ PRODUTTIVA IN ITALIA: LUCI E OMBRE

1.	Introduzione	81
2.	La gestione finanziaria	82
3.	Le fonti di finanziamento	84
3.1.	La struttura	84
3.2.	Il ricorso delle imprese al mercato dei <i>corporate bond</i>	86
3.2.1.	Le caratteristiche del mercato obbligazionario	86
3.2.2.	Gli effetti delle insolvenze Cirio e Parmalat sulle emissioni obbligazionarie delle imprese italiane	89
3.3.	Il credito bancario	92
3.4.	Crescita e finanza delle medie e grandi imprese	96
	APPENDICE - BIBLIOGRAFIA	101

Presentazione

a cura di Aldo De Marco
Presidente Tecnoborsa

IL CENTRO STUDI SULL'ECONOMIA IMMOBILIARE - CSEI

L'economia immobiliare ha subito negli ultimi anni una rapida evoluzione, soprattutto per ciò che attiene quegli strumenti finanziari che fino ad oggi non hanno avuto spazio nella vita patrimoniale dei cittadini, intesi sia come privati, sia come soggetti facenti parte di organizzazioni che, in qualche misura, compartecipano allo sviluppo e al beneficio degli elementi caratterizzanti il concetto di economia immobiliare.

Tali elementi sono emersi anche grazie ad una nuova legislazione in materia, resasi necessaria a causa della crescente internazionalizzazione della finanza immobiliare.

Ricordiamo:

- la legge 23 novembre 2001, n. 410 recante modificazioni al decreto 25 settembre 2001, n. 351 in materia di privatizzazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare;
- la legge 30 aprile 1999, n. 130 inerente le disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti;
- la legge 3 agosto 1998, n. 302 sulle norme in tema di espropriazione forzata avente ad oggetto beni immobili registrati;
- il Decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267 "Testo Unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali", specificatamente l'art. 113 concernente la gestione (*property e facility management*) del patrimonio di proprietà di Comuni mediante l'affidamento di un servizio pubblico locale ad una Società mista a prevalente capitale pubblico locale e l'art. 120 concernente le Società di Trasformazione Urbana (STU) "finalizzate a progettare e realizzare interventi di trasformazione in attuazione degli strumenti urbanistici vigenti".

Tecnoborsa, istituita – ai sensi dell'art. 2 della legge 29 dicem-



*Girolamo Rainaldi,
il Giardino Segreto
di Palazzo Borghese,
Roma (1612)*

bre 1993 n. 580 – da alcune Camere di Commercio che nel quadro delle proprie attribuzioni sono impegnate a supportare “*funzioni nelle materie amministrative ed economiche relative al sistema delle imprese*”, ha potenziato significativamente la propria organizzazione e, segnatamente, l’attività di studio e ricerca, in modo da rafforzare le competenze e fornire alla collettività un punto di riferimento sempre più solido ed autorevole. In tal senso l’Osservatorio Nazionale sul Mercato Immobiliare - ONMI di **Tecnoborsa** è stato adeguatamente ridefinito, soprattutto nelle sue funzioni sostanziali e nell’ottica di una strategia volta non soltanto ad osservare tutte le componenti del settore, ma a produrre quella *due diligence* (analisi accurata) e quel *re-imprinting* di nozioni, proposte e progetti innovativi funzionali alla crescita economico-sociale dello specifico comparto e alla competitività del Sistema Paese.

Le diffuse necessità di sistema di un continuo e attento monitoraggio delle dinamiche dei mercati, direttamente connesse alla relativa evoluzione normativa, hanno indotto **Tecnoborsa** a potenziare il proprio Osservatorio, focalizzato sull’analisi e sullo sviluppo di linee guida, oltrechè sulla tradizionale “osservazione” e diffusione dei trends, creando un nuovo organismo appropriatamente denominato Centro Studi sull’Economia Immobiliare – CSEI, la cui finalità primaria è quella di rilevare, analizzare, sintetizzare e diffondere tutte le informazioni riguardanti l’economia immobiliare, garantendone, nel contempo, la trasparenza e la fruibilità.

Tra le principali attività che il CSEI è chiamato a svolgere, una particolare menzione merita la progettazione e lo sviluppo di indagini e di banche dati sul mercato e sull’economia immobiliare; inoltre, partecipa fattivamente alla redazione dei QEI e all’implementazione del *website*, nonché del portale del sistema delle Borse Immobiliari Italiane, definendone e sviluppandone i contenuti.

Il CSEI è caratterizzato, quindi, da un approccio scientifico ed è dotato di natura sostanziale, al fine di trattare le tematiche economiche come lo strumento finanziario fondamentale nel panorama nazionale ed europeo. •



Tra le principali attività che il CSEI è chiamato a svolgere, una particolare menzione merita la progettazione e lo sviluppo di indagini e di banche dati sul mercato e sull’economia immobiliare

Introduzione

a cura di Giampiero Bambagioni

Vice Presidente Tecnoborsa

Responsabile CSEI - Centro Studi sull'Economia Immobiliare

L'EVOLUZIONE DELLE PROFESSIONI E DELLA FINANZA IMMOBILIARE: DAI MUTUI IPOTECARI AL RAPPORTO TRA L'AMMONTARE DEL FINANZIAMENTO ED IL VALORE DEL BENE IPOTECATO SINO AI COVERED BOND

Senza conoscenza non può esservi gestione efficiente e senza efficienza non può esservi stabilità e sviluppo: a tal fine il Centro Studi sull'Economia Immobiliare - CSEI di **Tecnoborsa** si propone di trattare con approccio organico, sistematico e divulgativo tematiche scientifiche, economiche, finanziarie e professionali funzionali alla crescita e all'internazionalizzazione del sistema economico-immobiliare nazionale.

Il presente numero dei QEI è stato dedicato interamente al tema vasto e complesso della finanza immobiliare⁽¹⁾ ed in particolare a quel comparto che spazia dai prestiti bancari al *loan to value ratio (LTV)* – il rapporto tra l'ammontare del finanziamento erogato ed il valore del bene ipotecato – sino a richiamare i criteri generali di valutazione degli immobili posti a garanzia.

Al fine di approfondire la conoscenza di strumenti finanziari diffusi in ambito internazionale è stato dato uno spazio particolare ai *covered bond* (dalle *pfandbrief* alle ABS), mentre una certa attenzione è stata rivolta anche al finanziamento delle attività edilizie e, più in generale, delle attività produttive per le quali la concessione di finanziamenti ipotecari garantiti da *asset* con contenuti patrimoniali immobiliari coinvolge il *return of equity (ROE)*, l'emissione di *corporate bond*



⁽¹⁾ In questo senso la dizione "finanza immobiliare" si ritiene che debba esprimere il concetto di "dinamiche finanziarie appropriatamente coniugate con dinamiche economico-immobiliari".

e, di conseguenza, il *risk management*, il *rating* e gli IAS (*International Accounting Standards*).⁽²⁾

Il contributo del Centro Studi di **Tecnoborsa** è stato incentrato – attraverso un’indagine nazionale sulle famiglie italiane – sull’approfondimento di due specifici segmenti di mercato:

- il primo concerne gli immobili eseguiti i quali, in conseguenza della complessità delle procedure e della farraginosità delle aste immobiliari⁽³⁾, registrano, di fatto, l’“ingessamento” di una considerevole quota della ricchezza del Paese;
- il secondo tema riguarda le motivazioni e le finalità di destinazione dell’abitazione nei casi in cui l’acquisto sia assistito da un mutuo.

Osservazioni

Dall’attenta lettura dei contributi che seguono – che hanno coinvolto autori della Banca d’Italia, dell’Associazione Bancaria Italiana e di Confindustria e che in questa sede ringraziamo sentitamente – scaturisce un’importante quantità di dati e di informazioni utili alla conoscenza delle dinamiche dei mercati internazionali.

In particolare, si rileva che:

- a) nel periodo 1998-2002 il numero di famiglie che hanno fatto ricorso al credito bancario per l’acquisto di abitazioni è passato da 1,9 a 2,2 milioni;
- b) tra il 1997 ed il 2003 il ritmo di espansione del credito alle famiglie in Italia per finalità di acquisto di beni immobiliari ha avuto un incremento medio annuo del 19,2%, ovvero un valore pressoché doppio rispetto a quello medio del-



*Alessandro Antonelli,
Cupola della Chiesa
di S. Gaudenzio,
Novara (1841)*

⁽²⁾ Cfr. “*QEI - Quaderni di Economia Immobiliare – Periodico semestrale di Tecnoborsa*”, N° 1, Luglio/Dicembre 2003.

⁽³⁾ Cfr. “*QEI - Quaderni di Economia Immobiliare – Periodico semestrale di Tecnoborsa*”, N° 0, Gennaio/Giugno 2003.

- l'area dell'euro. Peraltro, ulteriormente cresciuto nel 2003 sino al 22.3%;
- c) l'ammontare dell'indebitamento delle famiglie italiane per l'acquisto di abitazioni, pari al 12% dei prestiti in esame, se rapportato al Prodotto Interno Lordo rimane molto inferiore a quello degli altri paesi dell'area dell'euro, caratterizzati da una media del 32%;
 - d) dal 1995 il *loan to value ratio* (LTV), ovvero il rapporto tra l'ammontare complessivo del finanziamento e il valore del bene immobile, è significativamente aumentato, passando dal precedente limite del 50% sino all'80%, con la possibilità di raggiungere il 100% ove siano prestate garanzie aggiuntive;
 - e) al gennaio 2004 il costo del credito, sulla base dei dati elaborati dalla Banca d'Italia su informazioni acquisite dalla Banca Centrale Europea (BCE), registrava lo stesso valore medio dell'area dell'euro, ovvero il 3,6%;
 - f) in Italia circa il 75% dei mutui in essere contratti dalle famiglie sono a tasso variabile o indicizzato. Nel 2003 la media delle erogazioni a tasso variabile effettuata nell'UE è stata del 43%, in Germania appena del 15%;
 - g) il D.L. 1° settembre 1993, n. 385 ha, tra l'altro, modificato sensibilmente la possibilità di *funding* delle banche italiane consentendo condizioni di raccolta più vantaggiose che in precedenza, quando la raccolta era incentrata sulle obbligazioni fondiarie e, prima del 1976, sulle cartelle fondiarie garantite dal patrimonio della banca e dai crediti nascenti dalle operazioni di finanziamento, caratterizzate dalla loro ipotecarietà;
 - h) la legge 130/1999 sulla cartolarizzazione ha introdotto e disciplinato nuovi mezzi di raccolta tra cui l'*Asset Backed Security* (ABS). Nell'area dell'Europa continentale continuano



Giuseppe Damiani
Almeyda,
Teatro Politeama,
Palermo (1874)

ad essere utilizzati, sovente in parallelo con le *securitisation*, strumenti di raccolta bancaria costituiti da obbligazioni garantite da un portafoglio di attività (*covered bond*);

- i) un significativo modello di riferimento di *covered bond* è costituito dalla *pfandbrief* tedesca, un titolo divenuto di interesse internazionale che è caratterizzato da trasparenza delle emissioni per le agenzie di *rating* e da una elevata liquidabilità per il mercato, per effetto della cumulabilità delle emissioni. Lo strumento – se introdotto anche in Italia – consentirebbe al sistema bancario una maggiore flessibilità strategica nel reperimento di capitali (*funding*) tramite il mercato consentendo, aggiuntivamente, l'impiego di tecniche *on balance sheet* sul modello dei *covered bond*;
- j) esiste una notevole complementarità tra alcune delle professioni immobiliari con l'attività di mediazione creditizia – come disciplinata dall'art. 16 delle legge 108/1998 e dal relativo D.P.R. 28 luglio 2000, n. 287 – finalizzata all'erogazione di mutui per l'acquisto delle abitazioni e per l'attività edilizia.



La possibilità di ottenere finanziamenti ipotecari sino al 100% del valore dell'immobile concesso in garanzia facendo ricorso a specifiche coperture aggiuntive, anche di carattere assicurativo, favorisce l'accesso alla casa di proprietà

Considerazioni

Le implicazioni e le criticità rilevate dall'analisi del quadro di riferimento attuale inducono ad evidenziare alcune considerazioni di carattere macro-economico e sociale:

1. La centralità del mercato dei prestiti ipotecari quale fattore di sviluppo della proprietà immobiliare.
2. La possibilità di ottenere finanziamenti ipotecari sino al 100% del valore dell'immobile concesso in garanzia facendo ricorso a specifiche coperture aggiuntive, anche di carattere assicurativo, favorisce l'accesso alla casa di proprietà.
3. La puntuale misurazione del reale corrente valore degli immobili costituisce un fattore specifico di criticità per la definizione di un corretto rapporto tra l'ammontare del finan-



Castel Rodenegg,
Val Pusteria,
Bressanone
(1027)

ziamento ed il valore del bene ipotecato. In questo senso va ricordata la lungimirante attività di **Tecnoborsa** e del relativo Comitato Tecnico Scientifico - che ha consentito l'armonizzazione degli standard di valutazione internazionali con l'ordinamento giuridico e professionale nazionale - concretizzatasi nella pubblicazione dell'innovativo "Codice delle Valutazioni Immobiliari - *Italian Property Valuation Standard*"⁽⁴⁾ finalizzato a promuovere la qualità totale nelle valutazioni immobiliari mediante approcci legati al prodotto ed al processo, nonché con l'appropriata definizione di terminologie relative alle misure di consistenza, ai valori di stima, ai procedimenti di valutazione, alle specifiche di servizio e di un "Codice deontologico del valutatore".

4. L'urgente necessità di riformare in maniera appropriata le procedure esecutive quale fattore di efficienza delle politiche creditizie, di trasparenza e di velocizzazione della ricollocazione sul libero mercato degli immobili esecutati. La circostanza consentirebbe di fluidificare la situazione pregressa e di prevenire eventuali contenziosi connessi ad un innalzamento dei tassi d'interesse dei mutui ipotecari regolati con tasso variabile. Emblematico è il caso dell'Inghilterra - che pure non fa parte dell'Unione Monetaria e dove le procedure esecutive sono ritenute decisamente efficienti - ove circa l'80% dei mutui ipotecari contratti sono a tasso variabile: una proiezione ne sottolinea come un incremento dei tassi potrebbe comportare una situazione di diffusa sofferenza da parte delle fasce più deboli e più indebitate, con le immaginabili reazioni a catena.
5. La crucialità dell'attendibilità delle valutazioni immobiliari per finalità ipotecarie. A tal fine si ritiene di valenza strategica disporre di un strumento conoscitivo essenziale, ovvero

⁽⁴⁾ Si evidenzia come l'originale approccio scientifico indicato da chi scrive, sia stato recepito nella struttura del "Codice" **Tecnoborsa** con la condivisione del relativo Comitato Tecnico Scientifico sin dalla fase di elaborazione della prima edizione, pubblicata nel maggio del 2000, venendo apprezzato anche a livello internazionale fino a divenirne uno schema di riferimento. Analoga strategia è stata adottata dalla Royal Institution of Chartered Surveyors la quale ha ridefinito la tradizionale impostazione del "Red Book" per adottare, dal 2003, gli International Valuation Standard (IVS) integrati e armonizzati, nei vari paesi, con applicativi incentrati sugli ordinamenti tecnico-giuridici e gli specifici approcci professionali caratteristici di ciascuna nazione.

di una Banca Dati dei Valori Immobiliari (BDVI) scientificamente attendibile, quale base fondamentale per supportare valutazioni realisticamente orientate al *fair (market) value* finalizzate a supportare il *loan to value ratio*.

6. La connessione diretta tra mercato immobiliare e mutui e tra *non performing loans* e mercato immobiliare.
7. Il valore strategico del *rating* immobiliare, argomento che è stato uno dei temi centrali trattati durante il Secondo Forum Europeo sull'Economia Immobiliare nell'ambito del Programma Terra per lo Sviluppo - LFDP (*Land for Development Programme*) UNECE/REAG, svoltosi a Roma il 30-31 ottobre 2003.
8. Le potenzialità di sviluppo ulteriore del settore, in linea con quanto attuato in altre economie industrializzate, mediante la normazione per l'adozione di nuovi strumenti di finanza immobiliare che consentano una maggiore flessibilità strategica nel *fundring* delle attività creditizie tramite il mercato, attraverso l'adozione di un nuovo strumento sul modello della *pfandbrief* tedesca, finalizzato, auspicabilmente, ad accrescere la competitività del sistema e quindi ad apportare tangibili benefici per il debitore *retail e corporate*.
9. La necessaria centralità della specifica situazione italiana e la continua attenzione che in maniera crescente dovrebbe essere riservata alla "mobilità dell'immobile"⁽⁵⁾ quale fattore di dinamicità dei relativi mercati, di proiezione internazionale e di rappresentazione dell'intrinseco valore monetario del bene, capace di produrre redditi adeguati; particolare interesse dovrebbe essere rivolto alla conoscenza delle dinamiche economico-immobiliari dell'unico grande mercato UE (costituito da 25 Paesi a decorrere dal 1° maggio 2004) nell'ambito del quale, è pleonastico sottolinearlo, il Friuli



Palazzo Pallavicini,
scala d'ingresso al
giardino dell'Aurora,
Roma (1643)

⁽⁵⁾ Locuzione usata da chi scrive nel 1994, nel corso di una relazione sugli "Aspetti finanziari dell'economia immobiliare" (nell'ambito di un convegno nazionale tenutosi a Perugia, promosso dalla Federazione internazionale delle professioni immobiliari), per significare un "fattore di dinamicità della domanda e dell'offerta e dei relativi scambi economico-patrimoniali".



Venezia Giulia sta alla Toscana o alla Puglia come la Polonia o la Francia stanno all'Italia, ecc..

10. La necessità della tempestiva elaborazione di efficaci ed appropriate risposte volte a supportare le politiche economiche immobiliari quali fattori di stabilità e di crescita del relativo comparto economico-creditizio. Al riguardo, una sana competizione interna tra i 25 paesi dell'Unione Europea dovrebbe incentivare la competitività del sistema Italia al fine di attrarre – magari con un marketing territoriale specifico sull'esempio di quello promosso dalla Spagna già da molti anni – investimenti e risorse internazionali che altrimenti sarebbero indirizzati altrove. In questo senso apparirà evidente come, nel caso di risorse non impiegate nel nostro Paese (magari al sud per favorire la crescita dell'economia turistica), gli stessi capitali potrebbero essere impiegati altrove aprendo, ed in certi casi accrescendo, un divario economico e sociale che – se non riequilibrato con appropriati strumenti – potrebbe divenire un pesante *gap* comportante prospettive di lento declino competitivo.

Peraltro, è opportuno ricordare quanto emerso ripetutamente durante i lavori del già citato Forum Europeo sull'Economia Immobiliare promosso dalle Nazioni Unite e dalla **Tecnoborsa** – iniziativa che ha coinvolto rappresentanti governativi e organizzazioni internazionali non governative (NGO) delle Economie industrializzate e dei Paesi delle Economie in Transizione – circa la diretta relazione sussistente tra economie sviluppate e mercati immobiliari moderni, anche quale fattore di sviluppo economico-sociale⁽⁶⁾.

Aggiuntivamente, meritano attenzione le potenzialità, diffuse nel sistema statunitense concernenti le rinegoziazioni dei mutui e la possibilità di utilizzo dei finanziamenti dei prestiti bancari per finalità miste. In particolare, *l'equity release* costituisce

⁽⁶⁾ Cfr. "QEI - Quaderni di Economia immobiliare – Periodico semestrale di **Tecnoborsa**", Speciale Summit Roma 2002, del Settembre 2003, e lo Speciale Forum Roma 2003, in corso di pubblicazione.

una forma di finanziamento che consente di liberare parte del valore patrimoniale della propria abitazione senza la necessità di doverla vendere e di trasferirsi in altra sistemazione. Con questa formula il proprietario può ottenere una somma e/o una rendita anticipata che viene corrisposta sino al momento della vendita o del decesso del mutuatario, nel qual caso deve essere rimborsato il finanziamento completamente o in rate periodiche.

Le formule più diffuse negli USA di *equity release* sono:

- a) il *reversion plan* mediante il quale il mutuatario vende ad una *reversion company* (specializzata) la propria casa per la quale conserva una sorta di diritto di usufrutto ed ottiene la disponibilità di una somma rapportata al valore dell'immobile;
- b) il *lifetime mortgage* con il quale il proprietario del bene immobiliare ottiene una somma garantita dal valore dell'immobile che si impegna a rimborsare alla vendita del medesimo, potendovi continuare a vivere sino a quel momento.

Conclusioni

Sinergie e volontà convergenti a livello istituzionale nelle iniziative di valore strategico tra le organizzazioni interessate, conoscenza approfondita delle dinamiche dei mercati, innovazione, progetti di valenza europea, coesione, principi etici, formazione specifica – anche in Italia – di una massa critica di esperti immobiliari con competenze interdisciplinari – affinché i più motivati possano divenire *Property Economist* in grado di contribuire alla intelligibilità ed alla elaborazione delle specifiche dinamiche economico-sociali del comparto – possono essere ritenuti fattori fondamentali in grado di favorire, nel contempo, stabilità e processi di crescita competitiva del Sistema Paese anche nel settore economico-immobiliare. •



Sinergie e volontà convergenti a livello istituzionale nelle iniziative di valore strategico tra le organizzazioni interessate, possono essere ritenuti fattori fondamentali in grado di favorire, nel contempo, stabilità e processi di crescita competitiva del Sistema Paese anche nel settore economico-immobiliare

I - L'INDAGINE TECNOBORSA 2004: LE FAMIGLIE ITALIANE E IL MERCATO IMMOBILIARE - IL RICORSO ALLE ASTE IMMOBILIARI E AI MUTUI

a cura di Giovanni Chessa e Alice Ciani
Centro Studi sull'Economia Immobiliare di Tecnoborsa - CSEI

Le aste immobiliari come nuova opportunità di acquisto di immobili.
I mutui come strumenti attualmente molto favorevoli per
l'accesso al mercato

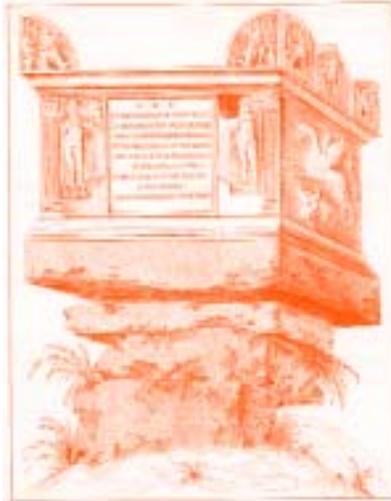


*Ponte Salario
sull'Aniene,
Roma*

1. Introduzione

Il Centro Studi sull'Economia Immobiliare di **Tecnoborsa** nella seconda Indagine sul mercato immobiliare – effettuata a marzo 2004 su un campione rappresentativo delle famiglie italiane – continua ad offrire un punto di vista originale sul mercato in questione e sul suo grado di professionalizzazione, in linea con l'Indagine 2002. Tuttavia, in questa nuova indagine si sono volute analizzare per la prima volta anche due tematiche emergenti, di cui si da conto nelle pagine seguenti: il ricorso alle aste immobiliari e ai mutui da parte di coloro che hanno acquistato un'abitazione negli ultimi due anni.

Nella prima parte della ricerca, dedicata alle aste immobiliari, si è cercato di far luce, almeno in parte, sul motivo per cui in Italia sono pochissimi coloro che decidono di acquistare un immobile facendo ricorso alle aste immobiliari. Sono quattro i fattori di criticità che caratterizzano le procedure esecutive immobiliari: la difficoltà di reperire informazione sul bene, in quanto spesso le informazioni contenute nei fascicoli sono comprensibili solo per gli addetti ai lavori e, inoltre, è difficoltoso se non impossibile poter visitare il bene; la carenza di conoscenza delle procedure; l'assenza di un agevole strumento di consultazione da parte dei possibili acquirenti; la difficoltà ad ottenere finanziamenti da parte di una banca prima



dell'asta, anche se la recente iniziativa mutuo-facile dell'Abi vede a tutt'oggi coinvolti 45 tribunali e 85 banche per presentare offerte per l'acquisto di un immobile all'asta avendo già un contratto di mutuo firmato⁽¹⁾.

Con il secondo tema si è cercato di analizzare le notevoli e complesse implicazioni economiche dell'abitare sul versante della proprietà, in un periodo in cui l'indebitamento delle famiglie cresce

e la parte da leone la fanno i mutui casa, dove, *“i nuovi mutui per l'acquisto di abitazioni sono stati pari a 42,2 miliardi di euro contro i 35,2 miliardi dell'anno precedente”*⁽²⁾. In questa sezione della ricerca è stato approfondito anche il legame esistente tra la richiesta di un finanziamento o un mutuo e la motivazione che ha spinto una famiglia ad acquistare una casa e la percentuale dell'im-

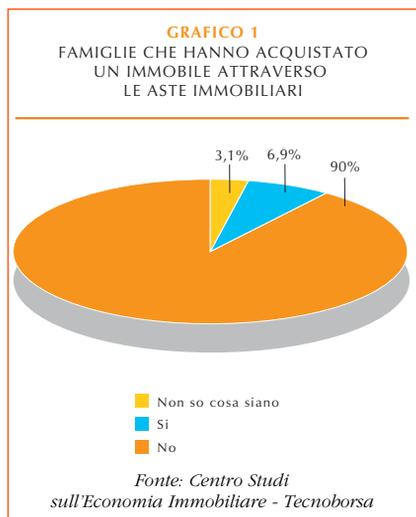
porto del prezzo del bene pagato con il prestito. Ad oggi in Italia il Testo Unico bancario fissa all'80% del valore dell'acquisto dell'immobile l'ammontare massimo erogabile con il mutuo. Per finanziare il 100% è necessario che gli istituti di credito si tutelino attraverso garanzie integrative ovvero polizze assicurative.

⁽¹⁾ Cfr. *“QEI - Quaderni di Economia Immobiliare - Periodico semestrale di Tecnoborsa”*, N. 0, pag. 14, punto d).

⁽²⁾ Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, Marzo 2004.

2. Aste immobiliari

Dall'Indagine 2004 di Tecnoborsa è emerso che oltre il 90% di coloro che hanno acquistato una casa negli ultimi due anni non ha fatto ricorso a nessun tipo di procedura esecutiva (aste immobiliari) (*graf.1*).



Le caratteristiche di coloro che vi hanno fatto ricorso (il 6,9%), sono varie: si tratta prevalentemente di individui di età compresa fra i 45 e i 64 anni, mentre sono totalmente assenti i giovani fra i 18 e i 24 anni fra coloro che abbiano tentato di comprare un immobile in maniera non tradizionale.

Bassa risulta anche la percentuale, fra gli individui con un'istruzione universitaria, che si siano affidati alle aste immobiliari; così come è appena sufficiente (cioè di poco superiore alla media nazionale), la percentuale di coloro che possiedono un diploma di scuola media superiore.

Per ciò che concerne i lavoratori, spicca un'alta percentuale fra coloro che svolgono un lavoro autonomo e i commercianti, mentre per gli impiegati la quota è leggermente superiore alla media.

Le famiglie composte da quattro o più componenti sono quelle che hanno acquistato facendo ricorso alle aste in percentuale molto superiore al valore medio nazionale. Tale dato è giustificato dal fatto che i nuclei familiari numerosi intendono migliorare la propria condizione abitativa senza doversi indebitare, poiché vedono nella procedura esecutiva immobiliare l'unica possibilità di risparmio rispetto alla normale procedura di compravendita basata sulla legge della domanda e dell'offerta.

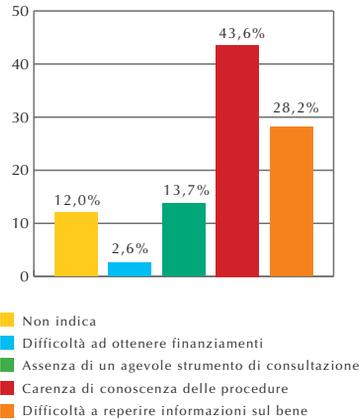
Un'altra categoria che ha fatto uso delle aste è rappresentata da coloro che vivono ancora con i genitori o con altre persone (parenti, amici, ecc.) e che vogliono crearsi un'indipendenza avendo a disposizione un budget limitato.

Tra le motivazioni che spingono le famiglie a non far ricorso alle aste immobiliari, quella che prevale è la carenza di conoscenza delle procedure (43,6%), seguita dalla difficoltà a reperire informazioni sul bene (28,2%), dall'assenza di un agevole strumento di consultazione (13,7%) e dalla difficoltà di ottenere un finanziamento (2,6%); infine, c'è una percentuale cospicua (12,0%) che non è in grado di dare alcuna motivazione (*graf. 2*).

Tra coloro che hanno difficoltà a reperire informazioni sul bene è rilevante la presenza di persone che risiedono al Sud e nelle Isole, in Comuni grandi (con più di 100 mila abitanti) e con un livello di istruzione alta e medio-alta.

I nuclei familiari numerosi intendono migliorare la propria condizione abitativa senza doversi indebitare, pertanto vedono nella procedura esecutiva immobiliare l'unica possibilità di risparmio rispetto alla normale procedura di compravendita basata sulla legge della domanda e dell'offerta

GRAFICO 2
PRINCIPALI DIFFICOLTÀ NEL FARE RICORSO ALLE ASTE IMMOBILIARI



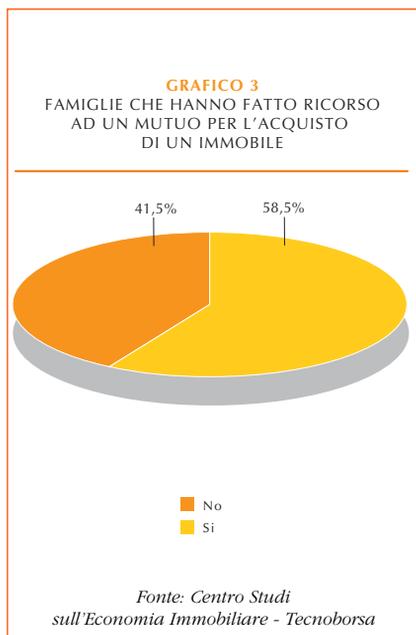
*Fonte: Centro Studi
sull'Economia Immobiliare - Tecnoborsa*

Non ricorrono alle aste per comprare un immobile a causa di carenza di conoscenza delle procedure e assenza di un agevole strumento di consultazione, principalmente coloro che risiedono nel Nord Ovest, in Comuni non grandi (da 5 mila a 10 mila abitanti), con un grado di istruzione basso o medio basso.



3. Mutui

Tra coloro che hanno acquistato una casa, più della metà ha dichiarato di aver fatto ricorso ad un finanziamento o mutuo (58,5%) per il pagamento del-



l'immobile (graf. 3).

Bassa è stata la richiesta di mutui tra le famiglie residenti in Comuni grandi, con più di 10.000 abitanti, situati nel Sud Italia e nelle Isole.

Si rivolgono agli istituti specializzati (banche e finanziarie) soprattutto giovani/adulti di età compresa fra i 18 e i 44 anni la cui situazione economica, in molti casi, non è ancora consolidata (per i giovani vi è il ricorso all'aiuto dei genitori o parenti), con cultura medio-alta (diplomati e laureati) che svol-

gono attività professionali non altamente retribuite (impiegati e insegnanti).

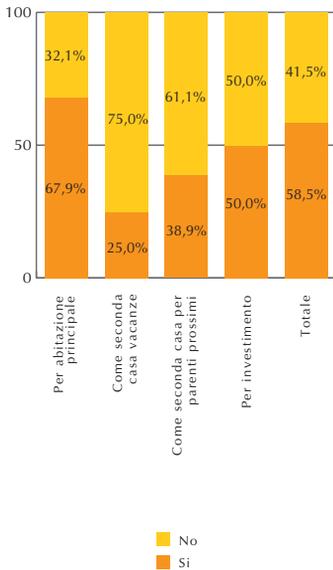
I nuclei familiari molto numerosi (oltre 5 componenti: coppie con figli piccoli e persone che vivono con parenti o

Bassa è stata la richiesta di mutui tra le famiglie residenti in Comuni grandi, con più di 10.000 abitanti, situati nel Sud Italia e nelle Isole

amici) risultano fruitori dei servizi finanziari in quanto, i primi, sono spinti da esigenze di vivibilità domestica e sono quindi costretti, pur non avendo tutta la disponibilità economica necessaria, ad acquistare immobili più spaziosi; i secondi, per crearsi una propria autonomia residenziale.

Prevalentemente, ricorrono ai mutui/finanziamenti il 67,9% di coloro che hanno acquistato un'abitazione principale; viceversa, molto bassa risulta la richiesta di un prestito per ac-

GRAFICO 4
PRINCIPALI MOTIVAZIONI PER
L'ACQUISTO DI UN IMMOBILE FACENDO
RICORSO AD UN MUTUO

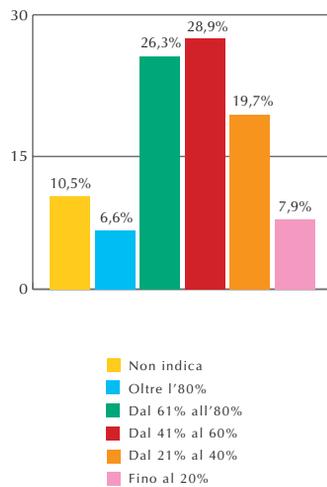


Fonte: Centro Studi
sull'Economia Immobiliare - Tecnoborsa

quistare una seconda casa (graf. 4). Circa il 75% di coloro che hanno acceso un mutuo ha preso un prestito compreso tra il 21% e l'80% del prezzo pagato per l'immobile; solo il 7,9% ha pagato con risorse proprie l'80% del bene; viceversa, il 6,6% ha preso un prestito pari all'80% del valore della casa acquistata (graf. 5).

Piccoli mutui (fino al 40% del prezzo richiesto) vengono erogati prevalentemente nel Centro e Sud Italia, in Comuni grandi (oltre 100.000 abitanti) e,

GRAFICO 5
PERCENTUALE SUL TOTALE
DEGLI IMPORTI CORRISPOSTI
ATTRAVERSO UN MUTUO



Fonte: Centro Studi
sull'Economia Immobiliare - Tecnoborsa

per lo più, a persone mature (oltre i 55 anni); mentre mutui che vanno dal 41% all'80% del prezzo dell'immobile vengono erogati a persone giovani (25/34 anni), residenti nei piccoli Comuni (fino a 10.000 abitanti) del Nord Ovest.

I mutui più consistenti (oltre l'80% del prezzo), infine, vengono accessi in Comuni molto grandi (oltre 500.000 abitanti) del Centro Italia e da persone di età compresa tra i 45 e i 54 anni, molto probabilmente, a causa, dei prezzi

II - I PRESTITI BANCARI PER L'ACQUISTO DI ABITAZIONI IN ITALIA E NELL'AREA DELL'EURO

a cura di Luca Casolaro, Leonardo Gambacorta e Giorgio Gobbi

Banca d'Italia - Servizio Studi

**Tendenze e confronti sulle caratteristiche del mercato dei prestiti
bancari per l'acquisto di immobili ad uso
abitativo**



*Palazzo Kock,
sede della
Banca d'Italia,
Roma*

1. Introduzione⁽¹⁾

Il recente sviluppo del mercato immobiliare in Italia si è associato a una rapida crescita dell'indebitamento delle famiglie. Scopo principale della presente nota è di illustrare le caratteristiche del mercato dei prestiti bancari per l'acquisto di abitazioni, sia nella sua evoluzione di medio termine, sia nel confronto con gli altri principali paesi europei. Indirettamente, viene anche fornita una guida alle statistiche raccolte e pubblicate dalla Banca d'Italia e dalle altre Banche centrali nazionali dell'area dell'euro su questa tipologia di prestiti.

Gran parte delle statistiche viene regolarmente aggiornata con frequenza mensile e con un ritardo molto contenuto rispetto alla data di rilevazione dei fenomeni e consente, pertanto, una tempestiva analisi congiunturale. Altri dati provengono da indagini condotte a intervalli più lunghi e intese a cogliere aspetti di natura strutturale. Nel complesso si tratta di un ampio insieme di informazioni, rilevate seguendo metodologie statisticamente molto accurate, che costituisce la base per una discussione informata delle tendenze e dei punti critici del settore.

2. Il credito bancario alle famiglie in Italia e nell'area dell'euro

Alla fine del 2003 il credito concesso dalle banche alle famiglie ammontava in Italia a 303 miliardi di euro, il 28 per cento

di quello complessivamente erogato a residenti nel nostro paese. Poco meno della metà dei finanziamenti alle famiglie (151 miliardi di euro) era costituito da prestiti per l'acquisto di abitazioni, circa il 10 per cento da credito al consumo come definito dall'art. 121 del Testo Unico Bancario e, la parte rimanente, da altre forme di credito, in gran parte costituito da finanziamenti alle imprese a conduzione familiare⁽²⁾.

La categoria dei "prestiti per l'acquisto di abitazioni" comprende i mutui e gli altri finanziamenti erogati alle famiglie per l'acquisto e la costruzione di abitazioni. Sono inclusi anche quelli per la ristrutturazione di abitazioni

ad uso residenziale. Tali prestiti vengono rilevati con metodologia uniforme dalle Banche centrali nazionali dei paesi che hanno adottato l'euro.

Secondo l'indagine biennale condotta dalla Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie⁽³⁾, nel 2002 – ultimo anno di rilevazione – il 10 per cento delle famiglie italiane risultava indebitato verso le



⁽¹⁾ Le idee espresse riflettono esclusivamente le opinioni degli autori e non impegnano l'Istituto di appartenenza. Gli autori rimangono i soli responsabili di eventuali errori e/o imprecisioni.

⁽²⁾ I dati sul totale del credito alle famiglie e sulle principali componenti sono pubblicati nel Supplemento al Bollettino Statistico della Banca d'Italia (disponibile sul sito www.bancaditalia.it).

⁽³⁾ Si veda "I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2002", a cura di Claudia Biancotti, Giovanni D'Alessio, Ivan Faiella e Andrea Neri, Supplementi al Bollettino Statistico, nuova serie, N. 12, Marzo 2002 (disponibile sul sito www.bancaditalia.it).

TABELLA 1

 CRESCITA DEL MERCATO DEI PRESTITI PER L'ACQUISTO
 DI ABITAZIONI NEI PRINCIPALI PAESI DELL'AREA DELL'EURO

Paese	Tasso di crescita dei prestiti per abitazione (2003)	Tasso di crescita medio annuo dei prestiti per abitazione (1997-2003)	Tasso di crescita medio annuo dei prestiti totali (1997-2003)
Spagna	15,3	17,6	13,5
Italia	17,0	19,2	7,7
Paesi Bassi	5,6	13,6	10,4
Francia	10,6	7,1	4,9
Germania	2,0	5,0	2,0
Area dell'euro	8,7	9,4	6,1

Fonte: elaborazione su dati BCE e statistiche nazionali

banche per motivi connessi con l'acquisto dell'abitazione, vale a dire circa 1 punto percentuale in più rispetto al 1998. Si può stimare che nell'arco dei quattro anni tra il 1998 e il 2002 il numero delle famiglie che hanno fatto ricorso al credito bancario per acquistare la casa sia salito da 1,9 a 2,2 milioni.

La *Tabella 1* riporta i tassi di crescita delle consistenze dei prestiti registrati recentemente nei principali paesi e nell'area dell'euro nel suo complesso⁽⁴⁾. Tra il 1997 e il 2003 il ritmo di espansione del credito alle famiglie in Italia connesso con le transazioni sul mercato immobiliare è stato molto più sostenuto di quello medio nell'insieme dell'area e in ciascuna delle maggiori economie.

In Italia il tasso di incremento medio annuo è stato pari al 19,2 per cento, valore pressoché doppio rispetto a quello medio dell'area, e nel 2003 ha toccato una punta del 22,3 per cento.

Comunque, nonostante la forte espansione registrata negli ultimi anni, l'ammontare dell'indebitamento delle famiglie italiane per l'acquisto di abitazioni rimane ampiamente inferiore a quello degli altri paesi di riferimento. Infatti, in rapporto al prodotto interno lordo, i prestiti in esame sono pari al 12 per cento, a fronte del 31 per la media dell'area, del 24 per la Francia, del 37 per

sione registrata negli ultimi anni, l'ammontare dell'indebitamento delle famiglie italiane per l'acquisto di abitazioni rimane ampiamente inferiore a quello degli altri paesi di riferimento. Infatti, in rapporto al prodotto interno lordo, i prestiti in esame sono pari al 12 per cento, a fronte del 31 per la media dell'area, del 24 per la Francia, del 37 per

⁽⁴⁾ I dati relativi all'area dell'euro sono pubblicati su Bollettino mensile della Banca Centrale Europea (BCE), disponibile sia sul sito di questa istituzione (www.ecb.int), sia su quello della Banca d'Italia (www.bancaditalia.it). I dati sui singoli paesi dell'area dell'euro sono invece disponibili sui bollettini economici e statistici che le Banche centrali nazionali pubblicano con frequenza mensile o trimestrale, anche disponibili su Internet nei rispettivi siti. Collegamenti ai siti delle Banche centrali nazionali dell'area dell'euro si trovano sia sul sito della Banca d'Italia che su quello della BCE.

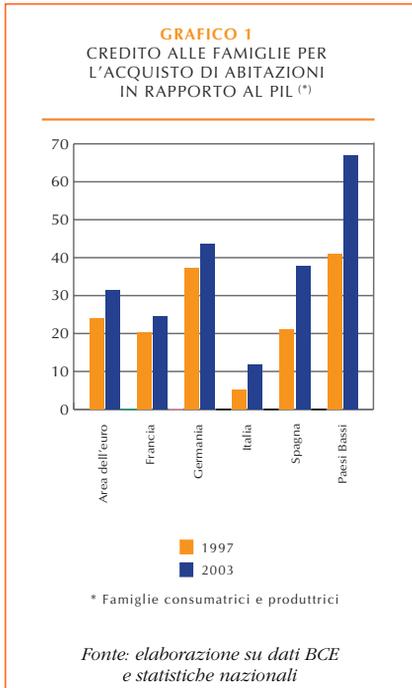
la Spagna e del 44 per la Germania (graf. 1).

Il basso livello del credito bancario per l'acquisto di abitazioni in Italia riflette una più generale scarsa propensione delle famiglie a indebitarsi, che si associa a un'elevata propensione al risparmio. Anche il credito al consumo, erogato sia da società finanziarie sia da banche, risulta, infatti, scarsamente sviluppato nel confronto internazionale. L'ipotrofia del mercato del credito alle famiglie dipende da diversi fattori, sia di domanda sia di offerta, alcuni dei quali hanno radici lontane nel passato. Tra i più rilevanti vi sono l'elevato livello dei tassi di interessi nominali e reali che ha caratterizzato l'economia



Cristoph Ingenhoven, progetto di città avveniristica

Tra il 1997 e il 2003 il ritmo di espansione del credito alle famiglie in Italia connesso con le transazioni sul mercato immobiliare è stato molto più sostenuto di quello medio nell'insieme dell'area dell'euro



italiana a partire dagli anni settanta del secolo scorso e la configurazione delle strutture di offerta. Questi aspetti saranno esaminati, separatamente, nei due paragrafi successivi.

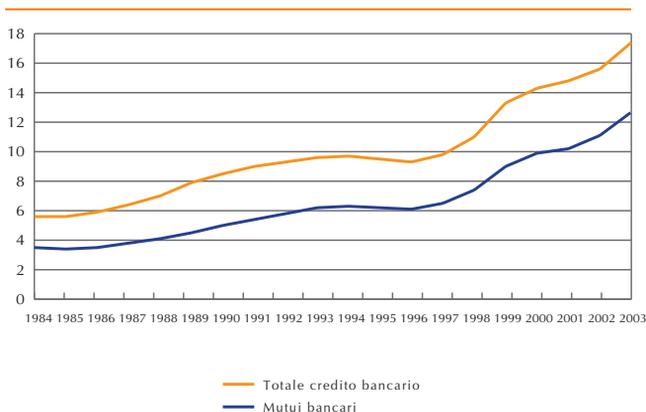
Tra gli altri fattori va ricordata l'inefficienza delle procedure esecutive immobiliari che, rendendo onerosa la gestione del contenzioso in caso di insolvenza del debitore, frena lo sviluppo dell'offerta⁽⁵⁾. Infine, l'elevata percentuale delle famiglie che detengono un'abitazione di proprietà – inferiore tra i principali paesi europei soltanto a quella della Spagna – associata alla scarsa mobilità territoriale che ha caratterizzato il mercato del lavoro in Italia per oltre un ventennio a partire dai primi anni settanta, ha verosimilmente contribuito a limitare la domanda di finanziamenti da parte delle famiglie.

3. Il credito alle famiglie in Italia: gli andamenti di medio termine

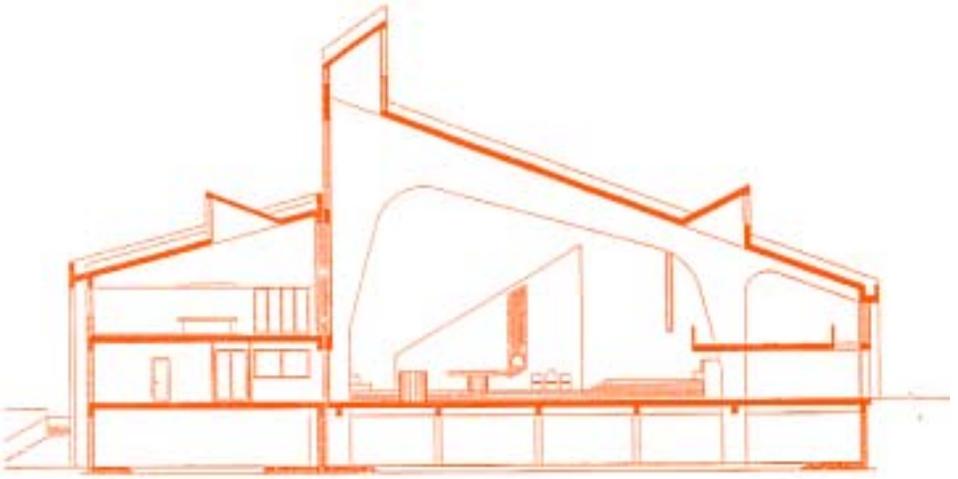
Il *Grafico 2* riporta l'andamento del credito alle famiglie in rapporto al prodotto interno lordo in Italia nell'ultimo ventennio. Rispetto al paragrafo precedente sono stati usati dati diversi per avere serie storiche sufficientemente lunghe. In primo luogo, vengono considerati soltanto i finanziamenti alle famiglie consumatrici, ossia sono esclusi quelle alle imprese individuali o a conduzione familiare (famiglie produttrici)⁽⁶⁾. In secondo luogo, anziché i prestiti per l'acquisto di abitazioni vengono utilizzati i mutui.

I mutui sono forme di finanziamento a medio e a lungo termine il cui rimborso è scadenzato da un piano di ammortamento indicato nel contratto. Gran parte dei prestiti per l'acquisto di abitazioni sono

GRAFICO 2
CREDITO ALLE FAMIGLIE CONSUMATRICI IN RAPPORTO AL PIL
(valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia e Istat



**I mutui sono forme di finanziamento a medio
e a lungo termine il cui rimborso è scadenzato da un piano di
ammortamento indicato nel contratto**

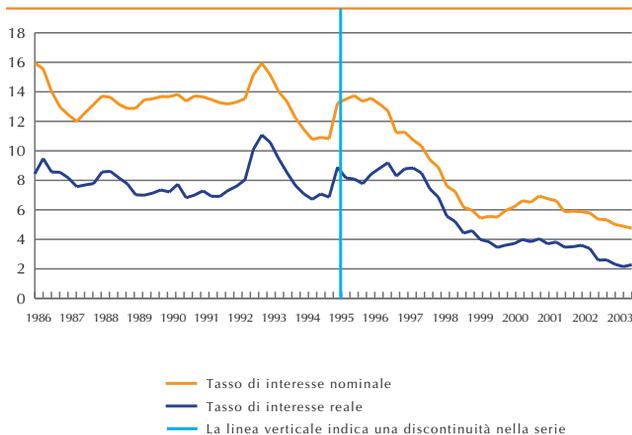
⁽⁵⁾ Numerosi studi hanno documentato le distorsioni indotte nel mercato del credito dall'inefficienza delle procedure di recupero in Italia; tra gli altri si veda lo studio di Andrea Generale e Giorgio Gobbi "Il recupero dei crediti: costi, tempi e comportamenti delle banche", Temi di discussione, Banca d'Italia, N. 265, che utilizza informazioni rilevate direttamente presso le banche. Sui recenti cambiamenti e miglioramenti nelle esecuzioni immobiliari si veda il saggio di Giampiero Bambagioni "Le esecuzioni immobiliari" sul fascicolo Gennaio/Giugno 2003 di questa rivista.

⁽⁶⁾ Un'ulteriore differenza deriva dal fatto che tra i prestiti considerati in questo paragrafo sono esclusi quelli in sofferenza. I dati sui prestiti alle famiglie consumatrici, coerenti con quelli usati nella figura 2, sono pubblicati nel Bollettino Economico, nella Relazione Annuale e nel Bollettino Statistico della Banca d'Italia; i dati sui mutui soltanto nel Bollettino Statistico. Tutte queste pubblicazioni sono disponibili sul sito Internet della Banca d'Italia.

nella forma di mutui e gran parte dei mutui alle famiglie sono finalizzati all'acquisto di abitazioni, ma non vi è perfetta coincidenza tra i due aggregati. Pur con queste differenze, le variabili utilizzate nella figura approssimano con un buon grado di accuratezza gli andamenti di medio termine del credito complessivo alle famiglie e di quello per l'acquisto di abitazioni.

L'evoluzione dei due aggregati è molto simile e perciò si può limitare il commento al secondo: nel 1984 i mutui alle famiglie erano pari a meno del 3 per cento del PIL; il rapporto si è mantenuto stabile sul quel livello fino al 1987, quando ha iniziato a salire fino a superare il 6 per cento nel 1992; tale livello è rimasto invariato fino al 1997, quando si è avviata l'accelerazione dei prestiti descritta nel paragrafo precedente.

GRAFICO 3
TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI A MEDIO E A LUNGO TERMINE
ALLE FAMIGLIE CONSUMATRICI
(dati trimestrali, valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia e Istat

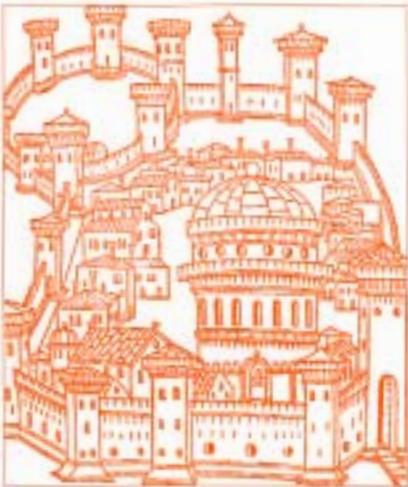
Il *Grafico 3* riporta su un periodo di tempo leggermente più breve l'andamento dei tassi d'interesse sui prestiti connessi con le transazioni immobiliari. La linea del tasso di interesse nominale è ottenuta giustapponendo i rendimenti delle operazioni non agevolate degli istituti di credito fondiario fino al 1994 e il costo dell'indebitamento bancario a medio e a lungo termine (oltre i 18 mesi) delle famiglie per gli anni successivi⁽⁷⁾.

Dato che le operazioni di credito fondiario avevano come controparte anche il settore delle imprese e i prestiti a medio e a lungo termine alle famiglie includono anche il credito al consumo, vi è un salto di livello nella serie nel primo trimestre del 1995. È plausibile, pertanto, che il tasso di interesse praticato dalle istitu-

zioni creditizie alle famiglie fosse lievemente superiore a quello indicato dalla linea prima del 1995 e lievemente inferiore successivamente. Il tasso di interesse

⁽⁷⁾ I tassi d'interesse sulle operazioni di credito fondiario sono desunti dalle segnalazioni statistiche di Vigilanza che gli Istituti e le Sezioni di credito speciale hanno inviato alla Banca d'Italia fino al 1994. I tassi sui prestiti a medio e a lungo termine alle famiglie consumatrici sono desunti dalle segnalazioni rilevate su un campione di oltre 100 banche dalla Banca d'Italia tra il gennaio del 1995 e il febbraio del 2004. I dati sono stati pubblicati nel *Bollettino Economico* e nella *Relazione annuale della Banca d'Italia*. La serie storica non è più aggiornata, in quanto le informazioni sul costo del credito delle famiglie sono desumibili in misura più dettagliata dalle nuove statistiche armonizzate tra i paesi dell'area dell'euro, che saranno commentate più sotto.

La crescita dei mutui avviatasi nella seconda metà degli anni ottanta è stata interrotta dal brusco rialzo dei rendimenti innescati dalla crisi valutaria del 1992, per poi riprendere in misura significativa soltanto dopo la stabilizzazione monetaria



reale è invece calcolato sottraendo da quello nominale la variazione percentuale annua dei prezzi al consumo.

Il primo aspetto che emerge dal grafico è il livello estremamente elevato dei tassi di interesse nominali e reali fino al 1996 e il rapido calo realizzatosi successivamente. Il processo di disinflazione ha consentito di ridurre di oltre 3 punti percentuali il tasso nominale sul debito a medio e a lungo termine alle famiglie tra il 1996 e la metà del 1997. Un'ulteriore significativa riduzione si è realizzata nel successivo biennio, portando il tasso reale dal 9 al 3,5 per cento. A questo calo hanno contribuito, da un lato la riduzione dei rendimenti a medio e a lungo termine dei titoli pubblici e, dall'altro, la diminuzione del differenziale tra il tasso sui prestiti e il costo medio della raccolta bancaria.

Il secondo elemento da rilevare è che i mutamenti nei tassi di interesse sono strettamente correlati con quelli del rapporto tra credito e prodotto illustrati precedentemente (*graf. 2*). La crescita dei mutui avviatasi nella seconda metà degli anni ottanta è stata interrotta dal brusco rialzo dei rendimenti innescati dalla crisi valutaria del 1992, per poi riprendere in misura significativa soltanto dopo la stabilizzazione monetaria.

Il basso livello dei tassi di interesse appare, pertanto, come una delle cause più rilevanti della recente crescita dei prestiti per l'acquisto di abitazioni. Esso è stato reso possibile e facilitato da strutture di offerta molto più elastiche rispetto al passato, scaturite dalle riforme della normativa introdotte all'inizio dello scorso decennio e dai successivi profondi cambiamenti intervenuti nel sistema bancario italiano.

4. Le strutture di offerta: l'evoluzione nell'ultimo decennio

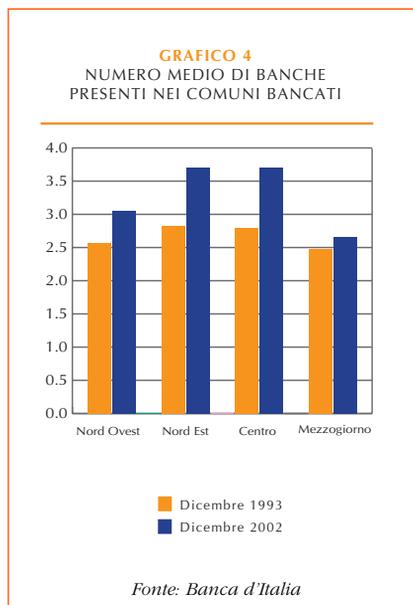
Il sistema di norme che ha regolato il sistema bancario italiano dalla Legge Bancaria del 1936 fino al 1993 prevedeva specializzazioni di natura sia temporale sia funzionale nello svolgimento dell'attività creditizia. L'erogazione di prestiti a medio e a lungo termine era di pertinenza degli istituti e delle sezioni di credito speciale (ICS), che affiancavano le aziende di credito operanti prevalentemente a breve termine. I prestiti per l'acquisto di abitazione, tipicamente mutui a lungo termine, erano erogati in larga misura da una categoria di ICS specializzata a sua volta, funzionalmente, nel credito fondiario.

Gli ICS non avevano una propria rete distributiva e si avvalevano degli sportelli delle aziende di credito, con le quali spesso esistevano legami di natura proprietaria. La quasi totalità degli istituti e delle sezioni di credito fondiario erano di proprietà pubblica e la loro attività era inoltre fortemente segmentata territorialmente. Esisteva poi un regime di doppia intermediazione per cui una quota significativa delle obbligazioni emesse da questi istituti per finanziare la loro attività di prestito era acquistato dalle aziende di credito. L'architettura complessiva della struttura di offerta di prestiti per l'acquisto di abitazioni risultava alquanto rigida e scarsamente adatta a recepire le sollecitazioni della concorrenza e dell'innovazione finanziaria.

Nel corso degli anni ottanta ha preso avvio un processo di riforma della regolamentazione del sistema bancario,

culminato con l'introduzione del Testo Unico Bancario (TUB) nel 1993. Il TUB ha sancito la completa despecializzazione temporale e funzionale. In particolare, tutti gli intermediari creditizi possono ora erogare mutui ipotecari e altri finanziamenti connessi con l'acquisto di abitazioni.

La nuova legge bancaria e la privatizzazione della quasi totalità degli intermediari hanno posto le condizioni per un profondo processo di ristrutturazione dei mercati bancari. Ciò ha portato a una capillare diffusione dei punti di



offerta e a una più intensa concorrenza. Nel periodo 1993-2003 il numero di sportelli bancari è salito da 22.000 a 30.500, ossia da 39 a 54 per ogni 100.000 abitanti. Benché il numero delle banche si sia ridotto da 1.019 a



Castorius, ingrandimento graficizzato di una delle monete celebrative coniate sotto Nerone per l'inaugurazione ufficiale del Porto di Roma, III secolo d.C.

788 per effetto delle operazioni di concentrazione, è aumentato in tutte le aree del paese il numero di istituti diversi presenti, in media, nelle piazze bancabili (*graf. 4*).

Nella seconda parte degli anni novanta anche il mercato dei mutui ha sperimentato profondi cambiamenti sia nelle caratteristiche degli intermediari sia nella mobilità delle quote di mercato. L'entrata nel mercato di banche estere, in particolare inglesi e tedesche, specializzate sul mercato dei mutui ha contribuito, inoltre, ad aumentare la pressione concorrenziale. Ne è scaturito un ampliamento nella gamma delle tipologie di contratto a disposizione della clientela e un generale miglioramento delle condizioni di offerta.

La distribuzione dei mutui in Italia è effettuata quasi esclusivamente mediante gli sportelli bancari del pari che in Francia e in Germania. Questa struttura distributiva è prevalentemente dovuta al fatto che le banche costruiscono spesso una relazione di clientela con i mutuatari attraverso il contratto di conto corrente. Il collocamento

**Nel periodo
1993-2003
il numero
di sportelli
bancari
è salito
da 22.000
a 30.500,
ossia da
39 a 54
per ogni
100.000
abitanti**

diretto dei mutui ipotecari o la loro vendita per telefono non si è sviluppata perché la legislazione nel nostro paese non permette il perfezionamento dei contratti senza l'ausilio di un notaio. Questi canali sono molto sviluppati solo nel Regno Unito e nei Paesi Bassi. Recenti disposizioni regolamentari della Banca d'Italia hanno reso possibile anche alle società finanziarie – previe apposite convenzioni stipulate con le banche – la promozione e il collocamento di mutui ipotecari.

Negli ultimi anni il rapporto tra l'ammontare complessivo del finanziamento e il valore del bene immobile, il cosiddetto *loan to value ratio* (LTV), è significativamente aumentato. Negli anni settanta il massimo LTV per i mutui alle famiglie era fissato dalla Legge Bancaria del 1936 al 50 per cento; successivamente, sulla base della deliberazione del CICR del 22-4-1995, tale limite è stato portato all'80 per cento, con la possibilità di raggiungere il 100 per cento qualora vengano prestate delle garanzie integrative.

È tutelato il diritto del debitore di estinguere anticipatamente il debito, ma dietro pagamento di una somma correlata al capitale restituito anticipatamente e non più, come nella precedente normativa, di una somma correlata alla perdita subita nel collocamento, essendo oggi la raccolta della provvista completamente svincolata dalle forme di impiego. La penalità è di solito molto alta per cui l'estinzione anticipata è una pratica poco diffusa. La possibilità di effettuare dei pagamenti anticipati viene applicata nella maggior parte dei paesi industrializzati ma secondo schemi molto differenti⁽⁸⁾.

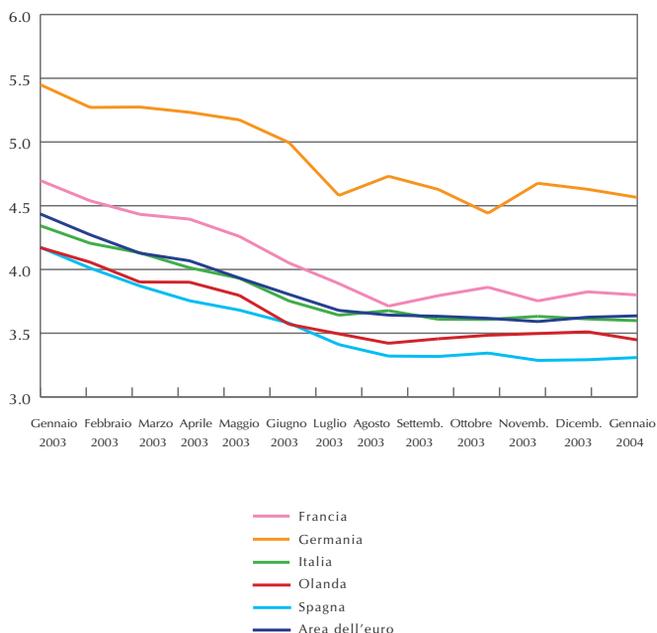
⁽⁸⁾ *Ai due estremi vi sarebbero, da un lato l'Austria, dove i pagamenti anticipati sarebbero impossibili e, dall'altro la Danimarca e gli Stati Uniti, dove possono essere effettuati praticamente senza il pagamento di alcuna penale. Si veda E. V. Borio (1996), Credit Characteristics and the Monetary Policy Transmission Mechanism in Fourteen Industrial Countries: Facts, Conjectures and Some Econometric Evidence, in Alders K. et al. (a cura di), Monetary Policy in a Converging Europe, Kluwer Academic Publishers.*

⁽⁹⁾ *Le rilevazioni dei tassi di interesse sono effettuate dalle singole Banche centrali nazionali su base campionaria, utilizzando metodologie armonizzate, e si riferiscono a un insieme di 45 tipologie di operazioni bancarie al dettaglio (depositi e prestiti). I dati raccolti vengono trasmessi alla BCE la quale calcola i tassi medi per l'intera area ponderando i dati nazionali in base alla loro incidenza sul totale. Una concisa illustrazione delle principali caratteristiche delle statistiche armonizzate è rinvenibile nel Bollettino Economico della Banca d'Italia N. 41 del Novembre 2003 alle pp. 88 e 89. I dati sono pubblicati nei Bollettini della BCE e delle Banche centrali nazionali (si veda la nota 4). In ragione delle differenze tra i mercati bancari, il numero e la tipologia dei tassi di interesse pubblicati da ciascuna banca centrale varia da paese a paese e pertanto non sempre è possibile effettuare confronti dettagliati.*

5. I tassi d'interesse in Italia e nell'area dell'euro

Come si è visto, l'ampiezza del mercato dei mutui è fortemente influenzata dal livello dei tassi di interesse. È quindi importante valutare se il minor volume di debiti contratti dalle famiglie italiane per l'acquisto dell'abitazione rispetto agli altri principali paesi dell'area sia l'eredità dei tassi elevati registrati in passato o se esistano ancora differenze quantitativamente rilevanti nel costo del credito.

GRAFICO 5
TASSI ARMONIZZATI SUI PRESTITI PER L'ACQUISTO DI ABITAZIONI:
TASSO VARIABILE O RINEGOZIABILE ENTRO UN ANNO



Fonte: elaborazione su dati BCE e statistiche nazionali

A partire dal 2003 le Banche centrali nazionali dei paesi dell'euro hanno armonizzato anche i criteri di rilevazione dei tassi di interesse praticati al dettaglio e quindi è ora possibile effettuare confronti su dati con un elevato grado di uniformità statistica⁽⁹⁾.

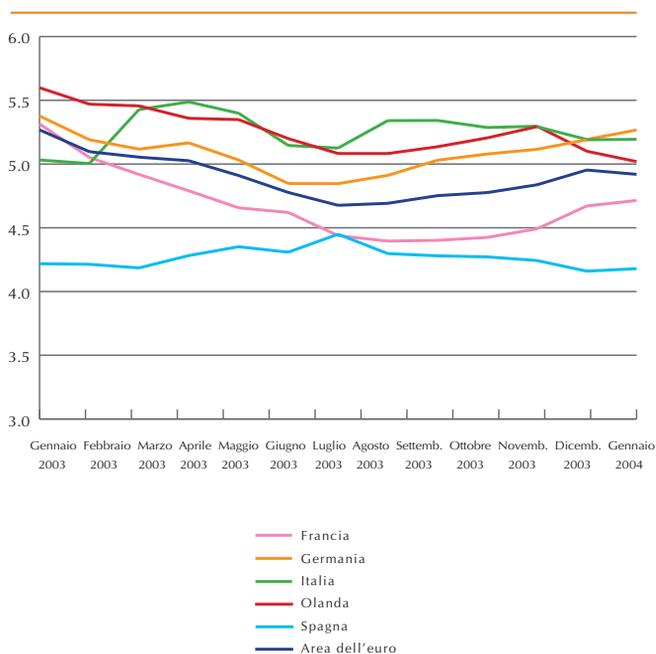
La flessibilità degli intermediari nell'adattare le tipologie dei prestiti alle esigenze delle famiglie ha portato a una proliferazione delle formule contrattuali, per cui si è reso necessario calcolare i tassi d'interesse con riferimento a

classi omogenee di finanziamenti. Il *Grafico 5* riporta i tassi sui nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni stipulati a tasso indicizzato o variabile con adeguamento delle condizioni entro un anno dal momento dell'erogazione. Il costo medio per le famiglie di questa forma di finanziamento in Italia, lo scorso gennaio, era pari al 3,6 per cento, lo stesso valore registrato in media nell'area dell'euro e inferiore di circa un punto percentuale rispetto a quello rilevato in Germania.

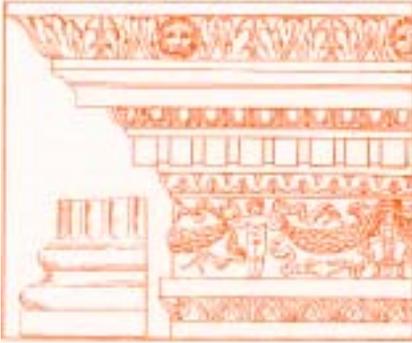
Nel *Grafico 6* sono riportati i tassi relativi ai prestiti per i quali i tassi sono fissi per i primi 10 anni del contratto. Anche in questo caso il valore registrato in Italia è allineato con quello medio dell'area, anche se in taluni mesi del 2003 è stato superiore per poco meno di 0,5 punti percentuali. Questi scostamenti dipendono dalla esiguità delle operazioni effettuate in Italia rientranti in questa categoria (cfr. paragrafo successivo).

Negli ultimi anni il rapporto tra l'ammontare complessivo del finanziamento e il valore del bene immobile, il cosiddetto *loan to value ratio (LTV)*, è significativamente aumentato

GRAFICO 6
TASSI ARMONIZZATI SUI PRESTITI PER L'ACQUISTO DI ABITAZIONI:
DURATA OLTRE 10 ANNI



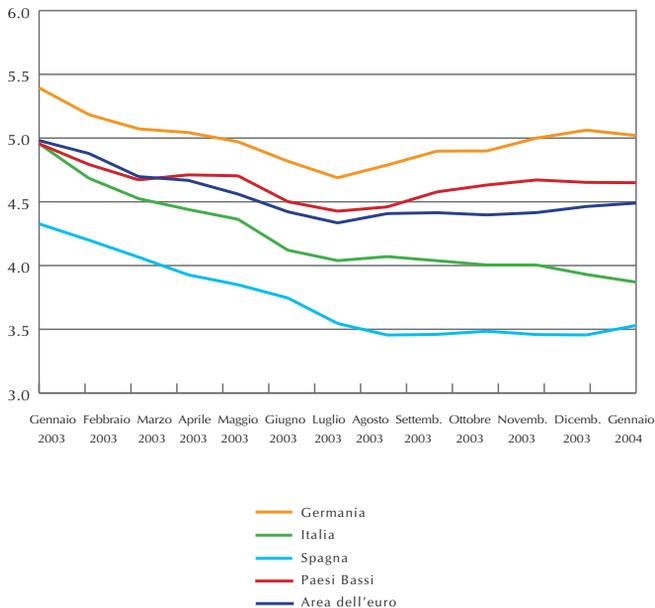
Fonte: elaborazione sui dati BCE e statistiche nazionali



Infine, il *Grafico 7* riporta il tasso annuo effettivo globale (TAEG) medio su tutti i prestiti concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, ossia il costo inclusivo delle commissioni e delle altre spese accessorie. Il valore registrato in Italia lo scorso gennaio era pari al 3,9 per cento, inferiore di circa un punto percentuale al valore di un anno prima e di mezzo punto rispetto alla media dell'area dell'euro.

Complessivamente, i costi che le famiglie italiane si trovano a dover sostenere per fi-

GRAFICO 7
TAEG PER PRESTITI ALLE FAMIGLIE PER L'ACQUISTO DI ABITAZIONI



Fonte: elaborazione sui dati BCE e statistiche nazionali

nanziare con debito bancario l'acquisto delle abitazioni è allineato, e in taluni casi apprezzabilmente inferiore, a quello medio degli altri residenti nell'area dell'euro.

6. Le tipologie di contratti: tasso fisso e tasso variabile

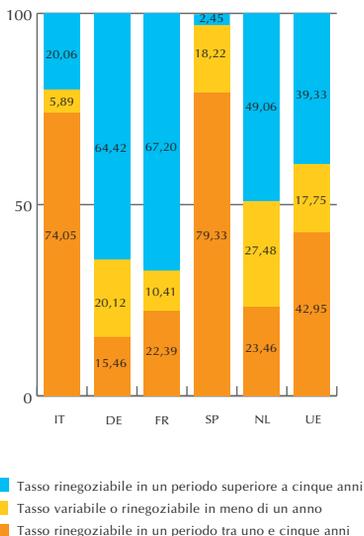
In Italia circa tre quarti dei mutui in essere contratti dalle famiglie sono a tasso indicizzato o variabile. Per gli altri paesi dell'area dell'euro non sono disponibili informazioni sulle consistenze, ma soltanto sulle nuove erogazioni di prestiti per l'acquisto di abitazioni, a partire dal gennaio del 2003.

Il *Grafico 8* riporta la composizione dei prestiti erogati lo scorso anno: l'incidenza dei contratti a tasso variabile con periodo di revisione non superiore all'anno, tassi tipicamente indicizzati ai rendimenti del mercato monetario e finanziario, in Italia è stata del 75 per cento, a fronte di un valore medio dell'area del 43 per cento.

Tra i principali paesi una quota più elevata di questa componente si è registrata soltanto in Spagna (79 per cento); in Germania essa è stata pari ad appena il 15 per cento. Soltanto il 20 per cento dei prestiti concessi in Italia erano con tasso fisso almeno per i primi cinque anni, a fronte di una percentuale doppia nell'area dell'euro (triplo in Germania).

L'ampia variabilità nell'incidenza dei prestiti a tasso fisso che si riscontra tra i paesi riflette, almeno in parte, specifiche "pratiche" bancarie nazionali persistenti nel tempo. Quote simili a quelle sopra indicate sono, infatti, riportate in uno studio della Banca dei regolamenti internazionali con riferimento al 1993⁽¹⁰⁾. In generale, la

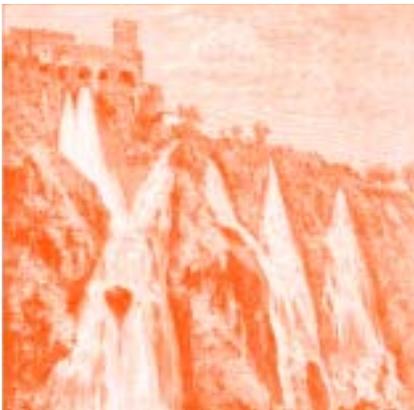
GRAFICO 8
 COMPOSIZIONE DEL CREDITO ALLE FAMIGLIE PER L'ACQUISTO DI ABITAZIONI PER TIPOLOGIA DI TASSO (erogazioni nel 2003, valori percentuali)



Fonte: elaborazione sui dati BCE e statistiche nazionali

⁽¹⁰⁾ Lo studio è commentato in E. V. Borio, (1996), op. cit.

Complessivamente, i costi che le famiglie italiane si trovano a dover sostenere per finanziare con debito bancario l'acquisto delle abitazioni è allineato a quello medio degli altri residenti nell'area dell'euro



proporzione di mutui a tasso variabile è più alta nei paesi che hanno sperimentato fasi protratte di inflazione molto elevata o in quelli in cui i costi di rinegoziazione dei finanziamenti sono elevati. Incidono inoltre le modalità di provvista delle banche e altri fattori normativi, quali la presenza di tetti ai tassi imposti dalla legislazione.

7. Conclusioni

Il mercato del credito alle famiglie in Italia è stato storicamente di ampiezza limitata; ha però mostrato una crescita molto rapida nella seconda metà degli anni '90 che ha permesso di colmare parte del divario rispetto agli altri paesi europei. Tuttavia, la dimensione del credito alle famiglie rimane ancora molto contenuta. Con riferimento alle condizioni contrattuali, i tassi di interesse praticati in Italia sui prestiti per l'acquisto di abitazioni sono allineati con quelli medi registrati nell'area dell'euro. Risulta invece molto elevata la quota di finanziamenti concessi a tassi variabili in un periodo di tempo inferiore all'anno.

In un fase di bassi tassi d'interesse, i prestiti a tasso variabile consentono di contenere l'onere del debito nella fase iniziale e quindi risultano più accessibili per le famiglie con temporanei vincoli di liquidità. La contropartita è l'assunzione dei rischi connessi con un rialzo dei tassi di interesse di mercato e quindi un aggravio degli oneri futuri.

L'individuazione e la rimozione degli ostacoli che impediscono una più equilibrata articolazione delle forme contrattuali tra tasso fisso e tasso variabile appare come una delle condizioni per l'ulteriore sviluppo del mercato dei prestiti per l'acquisto di abitazioni. •

III - I NUOVI STRUMENTI DI RACCOLTA BANCARIA: IL MODELLO DEI **COVERED** **BOND** IN EUROPA

a cura di Raffaele Rinaldi e Angelo Peppetti
Associazione Bancaria Italiana
Settore Crediti e Internazionalizzazione

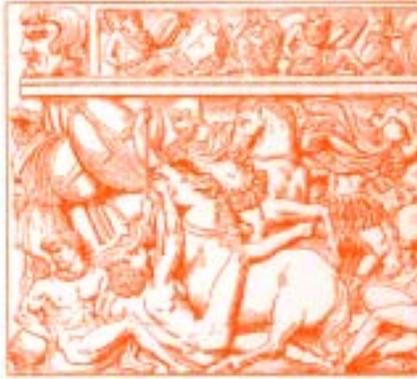
Una panoramica europea sulle obbligazioni garantite:
ipotesi di regolamentazione per l'Italia



*G. Vasi,
Palazzo Altieri
in una incisione
settecentesca*

1. Introduzione

Il Decreto Legislativo 1° settembre 1993, n. 385 ha profondamente modificato le possibilità di *funding* delle banche italiane a medio-lungo termine, riconducendo le varie categorie di obbligazioni (mobiliare, agraria, fondiaria, alle opere pubbliche) ad un unico genere. La conseguenza è stata l'impossibilità di finanziare i crediti – anche quelli qualitativamente superiori rispetto alla media – con strumenti di *funding ad hoc*, che consentano di ottenere condizioni di raccolta più vantaggiose⁽¹⁾. I costi di raccolta hanno quindi riflesso sempre più



direttamente il rischio complessivo della banca (tradotto a volte nel *rating*) e la sua percezione da parte del mercato.

Solo recentemente con l'emanazione della Legge n. 130/99 sulla cartolarizzazione (cfr. "QEI" N. 1, pp. 53 e 68), mutuando modalità operative tipiche del mercato anglosassone, agli operatori è stato fornito uno strumento per ricreare un collegamento tra il mezzo di raccolta, l'*Asset Backed Security* (ABS) e l'*asset* finanziato. Nel resto dell'Europa continentale continuano invece ad essere utilizzati, anche in parallelo con la cartolarizzazione, strumenti di raccolta bancaria *on balance sheet* strettamente legati a specifiche poste dell'attivo (*covered bond*).

Il caso di maggior successo è quello della *pfandbrief* tedesca, che è una particolare obbligazione bancaria legata alla concessione di finanziamenti di credito

fondario e al settore pubblico, rigidamente standardizzata per natura degli emittenti autorizzati e classi di attivi sottostanti⁽²⁾. A marzo del 2003 le consistenze di questo titolo hanno raggiunto i 1.067,299 miliardi di euro⁽³⁾.

Nella *Tabella 1* sono illustrate sinteticamente le principali differenze esistenti tra l'ABS e la *pfandbrief*. Si evidenzia, in particolare, oltre alla diversa natura *on* e *off balance* dei due strumenti, il differente grado di standardizzazione; in generale, la *pfandbrief* è un titolo molto più standardizzato che garantisce trasparenza

⁽¹⁾ Il discorso è particolarmente rilevante nel campo dei finanziamenti al settore immobiliare. Fino al 1976, gli ex istituti di credito fondiario ed edilizio si finanziavano (ai sensi del R.D. 16 luglio 1905, n. 646) con le cartelle fondiarie. Dal 1976 – quando le cartelle furono sostituite dalle obbligazioni fondiarie – e fino al 1993, era espressamente previsto per legge (DPR n. 7/76 e poi anche la successiva Legge n. 175/91) che le obbligazioni fondiarie fossero garantite, oltre che dal patrimonio della banca, anche dai crediti nascenti dalle operazioni di finanziamento, anche se non erano previste specifiche norme in merito alle modalità di azionamento di tale diritto in caso di liquidazione dell'ente emittente. Lo sganciamento dell'emissione dei titoli dalla concessione dei mutui non aveva dunque alterato la peculiare caratteristica delle obbligazioni fondiarie, cioè la loro ipotecarietà.

⁽²⁾ I finanziamenti concessi con provvista rinvenente dall'emissione delle *pfandbrief* sono inseriti in uno specifico fondo di garanzia; in caso di fallimento della banca, il fondo è trasferito ad altro istituto per il soddisfacimento del credito dei portatori dei titoli. Qualora il fondo non dovesse essere sufficiente, i portatori della *pfandbrief* partecipano alla ripartizione della massa fallimentare dell'istituto emittente come creditori chirografari.

⁽³⁾ Cfr. VDHFacts and Figures, The Pfandbrief (2003).

TABELLA 1
CONFRONTO *PFANDBRIEF*-ABS

TIPOLOGIA PRODOTTO	PFANDBRIEF	ABS
Livello di standardizzazione	Molto elevata. Tale peculiarità rende queste <i>security</i> molto più trasparenti per l'investitore favorendo, al contempo, la loro liquidità	Nulla. La caratteristica fondamentale delle ABS è la grande flessibilità in relazione alle esigenze degli intermediari creditizi e le preferenze degli investitori
Natura del titolo	Le <i>pfandbrief</i> sono delle obbligazioni bancarie, il cui debitore è la banca emittente	Le ABS sono emesse da SPV. La banca <i>originator</i> ha il vantaggio di portare fuori bilancio il rischio relativo agli <i>asset</i> ceduti
Livello di garanzia	Le <i>pfandbrief</i> sono garantite dal complesso dei finanziamenti fondiari o al settore pubblico erogati dalla banca. Esiste quindi un continuo <i>turnover</i> dei finanziamenti a garanzia	Le ABS sono in genere garantite da uno specifico <i>pool</i> di finanziamenti che rappresentano solo una parte dell'attività creditizia della banca nel comparto

Fonte: elaborazione ABI su fonti varie

delle emissioni per le agenzie di *rating* e gli investitori e maggiore liquidità per il mercato per effetto della cumulabilità delle singole emissioni.

La *pfandbrief*, partita come una *security* per il mercato domestico, è ormai un titolo di interesse internazionale. A partire dal 1995, è stata infatti introdotta una nuova tipologia di *pfandbrief* – denominata *jumbo pfandbrief* – destinata al mercato *wholesale*, le cui caratteristiche fondamentali, rispetto alla versione tradizionale del titolo, sono la maggiore liquidità e una più accentuata standardizzazione delle modalità di emissione. Dopo 7 anni dalla sua introduzione, nel marzo 2002 la versione *jumbo* contava per il

La tendenza che sembra dunque delinearsi in Europa è verso un maggior ricorso al mercato dei capitali per il finanziamento degli *asset* di migliore qualità, attraverso la riscoperta della tradizione continentale, basata sull'impiego dei *covered bond*

37% circa delle consistenze complessive della *pfandbrief*, rappresentando il segmento più liquido del mercato internazionale dei titoli obbligazionari non di Stato.

L'affermazione della *pfandbrief* nel mercato internazionale (ormai oltre il 30% delle consistenze delle *pfandbrief* è collocato all'estero), ha spinto molti paesi europei (tra i quali la Francia e la Spagna) a rivedere la propria normativa sui *covered bond*, al fine di renderla maggiormente in linea con quella tedesca e accrescere la competitività di tali titoli. Altri paesi (tra i quali anche l'Irlanda di tradizione anglosassone), si trovano invece nella fase di studio di uno specifico disegno di legge per introdurre uno strumento di *funding* con caratteristiche analoghe a quelle del titolo tedesco. Nella *Tabella 3* è riportato il quadro di riferimento delle *security* sul modello della *pfandbrief* tedesca utilizzati in Europa.

La riscoperta dei *covered bond* e il loro adattamento al modello tedesco, nasce

anche dalla constatazione che la forte caratterizzazione della *pfandbrief* come titolo di qualità (in aggiunta ad un *marketing* particolarmente aggressivo da parte degli emittenti tedeschi) ha fatto ottenere al titolo una serie di privilegi a livello europeo sia per le banche emittenti che per gli investitori; privilegi che spingono i mercati che non dispongono di tale strumento a sollevare dei dubbi sul *level playing field* tra intermediari bancari domestici ed esteri.

In particolare, ci si riferisce a: trattamento agevolativo in termini di ponderazione ai fini dei requisiti minimi di capitale delle banche (10% piuttosto che il 20% come le normali obbligazioni bancarie); possibilità per la *pfandbrief* di essere utilizzata nelle operazioni di mercato aperto con la BCE; esclusione dell'applicabilità della normativa sui grandi fidi; specifica deroga ai limiti di investimento previsti per le compagnie assicurative (Direttiva CEE 2000/12).

La tendenza che sembra dunque deli-



Castello di
Donnafugata,
Ragusa
(1828)

nearsi in Europa è verso un maggior ricorso al mercato dei capitali per il finanziamento degli *asset* di migliore qualità, attraverso la riscoperta della tradizione continentale, basata sull'impiego dei *covered bond*. Questa tendenza si coniuga con la contemporanea diffusione delle nuove tecniche di *securitisation* di derivazione anglosassone, che consentono la cartolarizzazione di attività creditizie tradizionalmente illiquide (crediti ipotecari, crediti leasing, crediti al settore pubblico, etc.). In prospettiva le banche avranno quindi una maggiore flessibilità strategica nel *funding* della propria attività creditizia tramite il mercato; esse potranno, congiuntamente e secondo le proprie specifiche esigenze, impiegare tecniche tipicamente *off-balance sheet* come la cartolarizzazione ovvero *on balance* sul modello dei *covered bond*.

Tale prospettiva suggerisce l'opportunità di introdurre anche in Italia – oltre alla cartolarizzazione – un nuovo strumento di *funding* per le banche, sul modello della *pfandbrief* tedesca, che sia competitivo nel mercato internazionale dei *covered bond* e consenta agli intermediari italiani più ampie possibilità di *funding* rispetto all'emissione delle normali obbligazioni,

soprattutto nel mercato *wholesale*, e una possibile alternativa di investimento fortemente liquida e con vantaggi in ordine al livello di ponderazione, al fine del calcolo del capitale di vigilanza.

Nel presente lavoro è stata realizzata un'analisi dei tre *covered bond* attualmente dominanti sul mercato: la *pfandbrief* tedesca, la *obligation fonciere* francese e la *cedula* spagnola (nella Tabella 2 sono riportate le relative consistenze, con riferimento alle sole emissioni *Jumbo*⁵⁾). È stata quindi ipotizzata una possibile strutturazione di un titolo analogo per il mercato italiano, anche tenendo conto dei requisiti previsti dall'art. 22 (4) delle norme UCITS ai fini dell'applicabilità delle accennate agevolazioni previste dalla Direttiva CEE 2000/12: l'emissione del titolo deve essere effettuato da un istituto di credito riconosciuto ai sensi della Direttiva CEE 77/780; il controllo sull'emissione deve essere effettuata dall'Autorità di Vigilanza; deve essere prevista un'adeguata copertura per i *covered bond* emessi; i portatori dei titoli devono vantare un diritto di privilegio nei confronti degli altri creditori della banca, in caso di fallimento di quest'ultima.

I risultati finali di questa analisi sono riportati nella Matrice di sintesi sui *Covered bond*: (cfr. pp. 74/77).

Le principali caratteristiche del titolo che si propone sono peraltro anticipate nei punti seguenti:

- Banche autorizzate all'emissione di *covered bond*; tutte le banche senza specifica limitazione in ordine alla natura dell'attività creditizia da esse svolta.
- Impieghi utilizzabili come copertura;

TABELLA 2	
EMISSIONI JUMBO DI COVERED BOND	
COVERED BOND	VOLUME CONSISTENZE (miliardi di euro)
Pfandbriefs	42
Obligations Foncières	30
Cedulas	10 ⁽⁴⁾

Fonte: elaborazione ABI su fonti varie

⁽⁴⁾ Al 31 dicembre 2001.

⁽⁵⁾ VDH Fact e Figures, op. cit.



Disegno del sistema delle ville dei Borghese, Frascati (1920 circa)

sono previste tre classi di *eligible asset*:

- a) mutui fondiari;
 - b) mutui al settore pubblico;
 - c) classi senior di titoli ABS emessi ai sensi della legge 130/99, con sottostante costituito prevalentemente da crediti fondiari e finanziamenti al settore pubblico.
- Destinazione specifica degli *asset* utilizzati come copertura; costituzione di uno specifico fondo di copertura all'interno della banca sul quale non

sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei *covered bond*.

- Vigilanza sulla consistenza degli *asset* posti a copertura delle emissioni; previsione di uno specifico ispettore nominato dalla Banca d'Italia.
- Rimborso dei titoli in caso di fallimento della banca emittente; trasferimento del fondo di garanzia ad un altro *servicer* e continuazione del programma di ammortamento dei

TABELLA 3
TITOLI SU MODELLO DELLA *PFANBRIEF* IN EUROPA

PAESI	TITOLI
AUSTRIA	Pfandbrief
BELGIO	
DANIMARCA	Realkredit-obligationer
FINLANDIA	
LUSSEMBURGO	Lettres de cage
SVIZZERA	Pfandbrief
REP. CECA	Zastavni-list
UNGHERIA	Jelzàloglevèl
LETTONIA	Kilu zime
POLONIA	List zastawny
SLOVACCHIA	Zàlozny list

Fonte: elaborazione ABI su fonti varie

covered bond in circolazione.

- Priorità di rimborso dei *covered bond*; i portatori dei *covered bond* hanno un' assoluta priorità relativamente alle attività inserite nel fondo di copertura. Partecipano inoltre in posizione di creditori chirografari alla liquidazione degli altri *asset* della banca emittente.

2. Normativa e regolamentazione

Germania

Le emissioni di *pfandbrief* sono disciplinate da due provvedimenti normativi: l'*Hypothekbankgesetz* - HGB che regola l'emissione di *pfandbrief* da parte degli istituti specializzati nel credito fon-

CARATTERISTICHE DEI TITOLI

Le banche autorizzate all'emissione dei *covered bond* sono istituti specializzati nel credito fondiario. Gli *asset* posti a copertura delle emissioni sono esclusivamente mutui fondiari. La legge è attualmente in fase di revisione

Esiste uno specifico progetto di legge in via di approvazione

Le banche autorizzate all'emissione dei *covered bond* sono istituti specializzati nel credito fondiario. Gli *asset* posti a copertura dei titoli emessi sono esclusivamente mutui fondiari

Le banche autorizzate all'emissione dei *covered bond* sono istituti specializzati. Gli *eligible asset* posti a copertura delle emissioni sono mutui fondiari e mutui al settore pubblico

La legge in vigore che disciplina l'emissione dei *covered bond* è analoga alla legge tedesca

I *covered bond* svizzeri sono emessi da due istituti centrali specializzati nell'emissione dei *mortgage bond*. La legge si discosta in maniera rilevante dal modello tedesco

L'emissione dei *covered bond* è limitata a poche banche autorizzate. Gli *eligible asset* sono esclusivamente mutui fondiari

L'emissione dei *covered bond* è limitata a poche banche autorizzate. Gli *asset* posti a copertura dei *covered bond* sono mutui fondiari e mutui al settore pubblico

L'emissione dei *covered bond* è limitata a poche banche autorizzate. Gli *eligible asset* sono esclusivamente mutui fondiari.

L'emissione dei *covered bond* è limitata a specifici istituti specializzati. Gli *eligible asset* sono mutui al settore pubblico e mutui fondiari

L'emissione dei *covered bond* è limitata a poche banche autorizzate. Gli *eligible asset* sono mutui al settore pubblico e mutui fondiari

diario e l'*Offentliches Pfandbrief Gesetz* - OPG che invece disciplina le emissioni di *pfandbrief* da parte di istituti specializzati nel credito al settore pubblico⁽⁶⁾.

Francia

Il provvedimento fondamentale che istituisce le *Sociétés de Credit Foncier* (SCF)⁽⁷⁾

⁽⁶⁾ Cfr. *The Pfandbrief: Facts and Figures*, Association of German Mortgage Banks, 1999.

⁽⁷⁾ Cfr. par. 2.1. del presente capitolo.

e disciplina l'emissione delle *obligation foncieres* è la Legge n. 99/532. Ad essa hanno fatto seguito una serie di regolamenti applicativi, tra i quali si segnalano: il Decreto n. 99/710; il Regolamento 99/10 del Comitato di Supervisione sul Sistema Bancario e Finanziario che disciplina i criteri di valutazione degli immobili presi in garanzia dalle SCF; il Regolamento n.99/11 del Comitato di Supervisione sul Sistema Bancario e Finanziario che stabilisce le modalità di calcolo del coefficiente di solvibilità.

Spagna

Il provvedimento fondamentale che disciplina il credito fondiario e l'emissione delle *cedulas* è il Regio Decreto n. 685/1982.

► IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L'ITALIA

Nei tre paesi considerati la disciplina riguardante i *covered bond* è in gran parte contenuta in disposizioni legislative. Anche per l'Italia necessiterebbe cristallizzare i principi fondamentali della disciplina in una normativa specifica che assicuri gli investitori sul mantenimento delle caratteristiche fondamentali del titolo. In particolare, per legge dovrebbero essere quanto meno definiti i seguenti elementi che caratterizzano il profilo di rischio del titolo: i requisiti delle banche emittenti (Cfr. paragrafo 3.); la tipologia degli asset posti a garanzia (Cfr. paragrafo 3.1.); il rapporto di copertura tra i titoli emessi e gli *asset* posti a copertura (Cfr. paragrafo 4.1.); le disposizioni a tutela del detentore del titolo in caso di falli-



Andrea Vannoni,
Villa Saluzzo
Bombrini,
Genova
(1607-1625)

mento della banca emittente (Cfr. paragrafi 6. e 6.1.); e, in particolare per i mutui fondiari, il *loan to value ratio* (rapporto tra l'ammontare del finanziamento e il valore del cespite ipotecato) e i criteri generali di valutazione degli immobili in garanzia (Cfr. paragrafi 5.2. e 5.3.).

2.1. Vigilanza

Germania

L'attività di vigilanza sugli istituti autorizzati all'emissione delle *pfandbrief* viene svolta dall'Autorità di Vigilanza conosciuta come *BaKred* e da un trustee indipendente (*Treubandler*) nominato dallo stesso *BaKred*.

Francia

L'attività di vigilanza sulle *Sociétés de Credit Foncier* (SCF)⁽⁸⁾ è svolta dalla Commissione Bancaria (*Commission Bancaire-CB*) e da un ispettore esterno (*controleur spécifique*) nominato dalla stessa.

Spagna

L'attività di vigilanza sugli istituti autorizzati all'emissione delle *cedulas* viene svolta dal Ministero dell'Economia attraverso la Banca di Spagna.

▶ IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L'ITALIA

Nei tre paesi considerati il controllo sull'attività di emissione dei *covered bond* viene svolta dalle rispettive Autorità preposte alla vigilanza bancaria⁽⁹⁾. Anche in Italia, l'attività di vigilanza dovrebbe essere affidata alla Banca d'Italia; la quale dovrebbe provvedere tra l'altro a nominare uno specifico ispettore con funzioni analoghe a quelle previste dalla legislazione tedesca⁽¹⁰⁾. Tale previsione è peral-

tro in linea con quanto disposto dall'art. 22 (4) della Direttiva UICITS che impone il controllo dell'Autorità di Vigilanza sugli istituti emittenti ai fini dell'applicabilità delle agevolazioni previste dalla Direttiva CEE 2000/12.

3. Tipologia e requisiti delle banche emittenti

Germania

Le banche autorizzate all'emissione delle *pfandbrief* sono istituti specializzati in credito fondiario, credito al settore pubblico e credito navale⁽¹¹⁾. Alcuni degli istituti autorizzati hanno peraltro sviluppato nel tempo la propria attività su nuove linee di prodotto e sono oggi delle vere e proprie banche universali (art. 1, art. 5 HGB).

Francia

Le *Sociétés de Credit Foncier* (SCF) sono gli unici istituti autorizzati ad emettere *obligations foncières* (OF). LE SCF sono società finanziarie con capitale minimo di 15 milioni di franchi⁽¹²⁾ (cioè, circa 4,5 miliardi di lire), con un oggetto sociale limitato alle seguenti attività:

- concedere o acquistare mutui fondiari o al settore pubblico
- acquistare ABS;
- emettere *obligations foncières* o altri

⁽⁸⁾ Cfr. par. 3. del presente studio, *Tipologia/Requisiti delle banche emittenti*.

⁽⁹⁾ Cfr. *German Pfandbrief and analogous funding instruments elsewhere in Europe-particularly France and Spain*, FitchIBCA, Maggio 2000.

⁽¹⁰⁾ Cfr. par. 4.4. del presente studio, *Trustee degli asset posti a copertura dei covered bond*.

⁽¹¹⁾ *The Pfandbrief, facts and figures*, Association of German Mortgage Banks, 1999.

⁽¹²⁾ *Obligations Foncières: FitchIBCA's approach*, FitchIBCA, 8 Ottobre 1999.

titoli non privilegiati (art.93-94, l.99/532). L'SCF non può detenere partecipazioni in altre società; le disponibilità di cassa eccedenti la normale gestione devono essere investite in ABS (art. 93, l. 99/532). Il *servicing* dei mutui in portafoglio deve essere contrattualmente affidato ad una banca, la quale ha anche la rappresentanza in giudizio della SCF (art. 99, l.99/532). In caso di fallimento della banca, il contratto di *servicing* può essere immediatamente rescisso da parte dell'SCF e conferito ad un altro soggetto (art. 104, l.99/532).

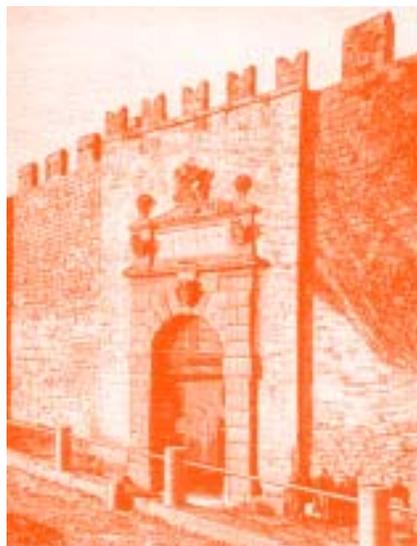
Spagna

L'emissione delle *cedulas* è consentita a tutte le banche autorizzate.

► IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L'ITALIA

In ciascuno dei tre paesi considerati, gli istituti autorizzati all'emissione di *covered bond* presentano caratteristiche specifiche. In generale, è possibile individuare due diverse tipologie:

- a) banche specializzate (o che comunque hanno una parte rilevante di attività) nel credito fondiario o nel finanziamento del settore pubblico – Germania;
- b) società costituite *ad hoc* – Francia. Solo in Spagna non è richiesta una specializzazione dell'attività bancaria. La prima opzione (banche specializzate) non sembra essere una soluzione in linea con l'attuale assetto del sistema bancario italiano, fondato sulla "banca universale". L'opzione francese (società *ad hoc*) non presenta, invece, specifici vantaggi a fronte dei maggiori



In Italia, la soluzione più convincente sembra quella di consentire a tutte le banche – previa autorizzazione espressa dell'Autorità di Vigilanza – l'emissione di *covered bond*, senza specifiche limitazioni in ordine alla natura dell'attività creditizia da esse svolta

costi necessari alla costituzione del nuovo intermediario finanziario; la transazione segue lo schema della cartolarizzazione (con la differenza rilevante che l'SPV francese è comunque un soggetto capitalizzato), i cui effetti potrebbero essere raggiunti in Italia sfruttando la Legge n. 130/99⁽¹³⁾. L'unico motivo in favore di tale soluzione è la possibilità di gestire in maniera efficiente il problema del *negative pledge* (vedi *infra*).

In Italia, la soluzione più convincente sembra quella di consentire a tutte le banche – previa autorizzazione espressa dell'Autorità di Vigilanza – l'emissione di *covered bond* (come in Spagna), senza specifiche limitazioni in ordine alla natura dell'attività creditizia da esse svolta.

La specializzazione dell'intermediario (sebbene in un comparto tradizionalmente poco rischioso, come quello del credito fondiario) non è d'altra parte, di per sé, un elemento di maggiore sicurezza per i portatori dei titoli. In alcuni casi, anzi, l'eccessiva concentrazione del rischio in un singolo settore economico può essere fonte di instabilità in determinate situazioni congiunturali. Uno strumento di valutazione sulla qualità della banca emittente più immediato (e quindi fonte di sicurezza) per gli investitori potrebbe essere, invece, il *rating* dell'intermediario, ovvero dell'emissione di *covered bond*. Al riguardo, si potrebbe eventualmente ricorrere ad una norma analoga a quella della Legge 130/99 sulla cartolarizzazione, in ordine all'obbligatorietà del *rating* per le sole emissioni destinate al mercato *retail*.

3.1. Garanzia dell'emittente

Germania

Le *pfandbrief* sono delle obbligazioni bancarie, che sono sempre garantite dall'intero patrimonio della banca emittente.

Francia

Le *obligations foncières* sono sempre garantite dalla SCF emittente. Non è invece prevista la garanzia della banca che ha originato i crediti. In pratica, è peraltro presumibile che in caso di difficoltà dell'SCF, la banca *originator* dei crediti (che, normalmente, partecipa al 100% nel capitale dell'SCF), sia costretta ad intervenire per evitare un possibile *default* sulle OF in circolazione⁽¹⁴⁾.

Spagna

Le *cedulas* sono delle obbligazioni bancarie, che sono sempre garantite dall'intero patrimonio della banca emittente.

► IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L'ITALIA

Nei tre paesi considerati, i *covered bond* sono sempre garantiti dall'istituto emittente. È evidente, tuttavia, la diversa filosofia che sottende alle *obligations foncières*, da una parte, e alle *pfandbrief* e *cedulas*, dall'altra. Le OF sono titoli emessi da società finanziarie specializzate (con una capitalizzazione normalmente inferiore rispetto a quella prevista per le banche) e con caratteristiche, per certi

⁽¹³⁾ Nella pratica l'operazione non è off-balance (almeno a livello di gruppo); l'SFC è infatti normalmente partecipata al 100% dalla banca *originator* dei crediti.

⁽¹⁴⁾ Cfr. *Spearheading a new European asset class*, Studio *Compagnie de Financement Foncier*.

versi, simili alle ABS⁽¹⁵⁾; la banca cedente (*originator* dei crediti) porta fuori bilancio i crediti ceduti all'SCF (il rischio viene, d'altra parte, comunque rilevato a livello di gruppo, in quanto la banca cedente normalmente partecipa al capitale della SCF cessionaria). Le *pfandbrief* e le *cedulas* sono invece delle tradizionali obbligazioni bancarie, garantite dall'intero patrimonio della banca emittente.

In Italia – avendo rinunciato all'ipotesi di un SPV specializzato nella emissione dei *covered bond* – l'impostazione possibile rimane quella tedesca/spagnola. D'altra parte, questa soluzione appare, per certi versi, anche tecnicamente più convincente, in quanto aggiunge un elemento di sostanziale sicurezza per i portatori dei titoli, vale a dire la certezza della garanzia di un soggetto fortemente capitalizzato⁽¹⁶⁾.

3.1.1. Consistenza dei *covered bond* rispetto al capitale versato della banca

Germania

Le *pfandbrief* in circolazione non possono superare di 60 volte il capitale versato dalla banca (art. 7 (1), HGB) (48 volte, per le banche multiprodotto (art. 46 (2), HGB). Nel caso venga superato il limite anzidetto, le Autorità di Vigilanza possono richiedere alla banca di porre a riserva i profitti annuali fino al raggiungimento del rapporto previsto dalla legge (art. 35°, HGB).

⁽¹⁵⁾ Cfr. *Ibidem*.

⁽¹⁶⁾ Cfr. anche par. 6. del presente lavoro, *Rimborso dei titoli in caso di fallimento della banca emittente*.

Francia

La Legge non prevede nessun vincolo specifico.

Spagna

La Legge non prevede nessun vincolo specifico.

Le *obligations foncieres* sono titoli emessi da società finanziarie specializzate con caratteristiche simili alle ABS. Le *pfandbrief* e le *cedulas* sono invece delle tradizionali obbligazioni bancarie, garantite dall'intero patrimonio della banca emittente

► IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L'ITALIA

Tra i vari paesi considerati, solo la Germania prevede un limite di emissione dei *covered bond* in relazione al capitale versato. Per l'Italia, un analogo vincolo potrebbe avere meno senso in ragione del diverso assetto del sistema creditizio. A differenza della Germania, l'emissione dei *covered bond* non potrebbe, infatti,

essere limitato ad un insieme ristretto di istituti specializzati – o che comunque hanno una rilevante parte della propria attività in uno specifico comparto creditizio – per i quali è possibile fissare, in via generale, un rapporto ottimale tra capitale e covered bond in circolazione.

pari a 5 volte il capitale dell'istituto (art. 5, art. 41 HGB) e, con specifiche limitazioni di legge, mutui al settore pubblico di Giappone, Usa, Canada, Polonia, Repubblica Ceca, Ungheria e Slovacchia.



Giuseppe Mengoni, Galleria Vittorio Emanuele, Milano (1861)

3.1.2. Limitazioni territoriali di attività

Germania

Le banche autorizzate ad emettere pfandbrief possono operare nell'area economica europea e nella Svizzera. Possono inoltre emettere *pfandbrief* garantite da mutui fondiari originati negli altri paesi europei aderenti all'OCSE, fino ad un ammontare massimo

Francia

Non è stabilito un limite geografico all'attività delle SCF. È però previsto (che è in pratica la stessa cosa considerata la natura specialistica delle SCF) che le attività poste a garanzia delle *obligations foncieres* possano essere originate esclusivamente nei paesi dell'area economica europea (art. 94, II, I. 99/532).

Spagna

Non è stabilito un limite geografico con riferimento all'attività generale dell'istituto emittente le *cedulas*. È però previsto che gli *asset* posti a garanzia delle *cedulas* siano esclusivamente crediti originati in Spagna⁽¹⁷⁾.

► IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L'ITALIA

Nei tre paesi considerati viene seguito un approccio differenziato con riferimento alle limitazioni territoriali di operatività degli istituti autorizzati ad emettere covered bond: in Germania (e di fatto anche in Francia) è imposto all'istituto emittente un limite generale alla sua operatività internazionale, anche se il recente emendamento al *Mortgage Act* ha consentito un ampliamento dell'operatività di queste banche; in Spagna è invece previsto un vincolo territoriale in ordine ai soli crediti utilizzati come copertura delle *pfandbrief*.

In Italia, la soluzione spagnola sembra quella più idonea; essa consente di tutelare adeguatamente i portatori dei titoli senza compromettere la normale operatività di istituti che sono già ampiamente operativi sui mercati internazionali, in aree di *business* non collegate all'emissione di *covered bond*.

Appare, d'altra parte, opportuno, nella prospettiva di una maggiore integrazione del mercato creditizio europeo, estendere l'area di riferimento almeno ai paesi dell'area economica europea UE, fatto salvo il principio che le garanzie ipotecarie assunte all'estero che non conferiscano i medesimi diritti di quelle acquisite in Italia debbano essere limitate ad una percentuale del complesso delle coperture assunte.

4. Attività impiegate come copertura dei covered bond

Germania

Gli *asset* posti a garanzia delle *pfandbrief* possono essere di tre tipi:

- a) mutui fondiari;
- b) mutui al settore navale;
- c) mutui al settore pubblico (per i quali esiste sempre una forma di garanzia da parte del Governo Federale).⁽¹⁸⁾

Anche gli strumenti derivati possono essere inseriti nel *cover pool*, purchè il loro valore attuale (*present value*) non sia superiore al 12% del *present value* dell'intero *cover pool* e del 12% delle *pfandbrief* in circolazione.

Francia

Gli *asset* posti a garanzia delle *obligations financiers* possono essere di quattro tipi:

- a) mutui fondiari;
- b) mutui al settore pubblico o, comunque, totalmente garantiti dallo stato;
- c) ABS, in questo caso almeno il 90% del relativo pool di asset cartolarizzati dovrà riguardare crediti della stessa tipologia di cui alle lettere a) e b) (art. 94, l. 99/532); mutui al settore navale⁽¹⁹⁾;
- d) quote di *debt mutual funds*.

Spagna

Gli *asset* posti a garanzia delle *cedulas* sono mutui fondiari e mutui al settore pubblico (art. 24, R.D. 685/82).

► IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L'ITALIA

Nei tre paesi considerati, l'insieme degli *eligible asset* (come copertura dei

covered bond) è molto differenziato; si va dalle *cedulas* che possono essere garantite esclusivamente da mutui fondiari e mutui al settore pubblico alle OF per le quali è previsto un insieme di possibili coperture molto più ampio che comprende anche ABS e mutui al settore pubblico. Con riferimento al caso italiano occorre coniugare due diverse esigenze:

- a) aumentare il numero delle classi di *eligible asset* e, quindi, garantire emissioni di *covered bond* sufficienti, ampie e liquide;
- b) mantenere un adeguato livello di qualità e omogeneità degli *asset* posti a garanzia dei *covered bond*.

La soluzione di compromesso potrebbe essere quella di prevedere le seguenti classi di *eligible asset*:

- a) mutui fondiari;
- b) mutui al settore pubblico o interamente garantiti da un ente pubblico;
- c) classi *senior* dei titoli ABS emesse ai sensi della legge 130/99 con sottostante costituito prevalentemente da crediti fondiari o finanziamenti al settore pubblico.

L'inserimento delle ABS tra gli *eligible asset* è rilevante sotto diversi profili:

- a) consente di diversificare il *pool* degli *asset* a copertura dei *covered bond* in maniera più efficiente e tempestiva, superando il vincolo della capacità di *origination* della banca;
- b) consente di utilizzare lo stesso sottostante (crediti fondiari, finanziamenti al settore pubblico) per lo sviluppo del mercato delle ABS e dei *covered bond*;
- c) può rappresentare per le banche un incentivo all'acquisto di ABS⁽²⁰⁾.

4.1. Rapporto di copertura tra *covered bond* ed *asset*

Germania

Le *pfandbrief* in circolazione devono essere costantemente garantite da un ammontare di finanziamenti di pari importo e con un rendimento non inferiore a quello prodotto dalle stesse *pfandbrief* (art. 6, HGB). Il *cover pool* è valutato al *present value*.

Inoltre, è previsto che i mutui con garanzia rappresentata da terreni edificabili e le nuove costruzioni ancora incomplete e non in grado di produrre reddito non possano, in totale, superare il 10% dei crediti posti a copertura delle *pfandbrief* o il doppio del capitale della banca (art. 12, (3) HGB).

Nel caso di insufficienza degli *asset* (al *present value*) a garanzia dei *covered bond* in circolazione, sono previste forme di copertura alternative: titoli pubblici, titoli garantiti da Istituzioni pubbliche, riserve presso la Banca Centrale o altri istituti di credito. Tali coperture alternative non possono eccedere il 10% delle *pfandbrief* in circolazione. (art. 6 HGB). Non sono invece previsti dei meccanismi di salvaguardia dei portatori delle *pfandbrief* nel caso di riduzione di valore *mark to market* degli *asset* inseriti nel fondo di copertura⁽²¹⁾.

⁽¹⁷⁾ *Cedulas Hipotecarias, in Investment Grade Credit Research, Morgan Stanley Dean Witter, 14 Aprile 1999.*

⁽¹⁸⁾ *The Pfandbrief, Association of German Mortgage Banks, 1999.*

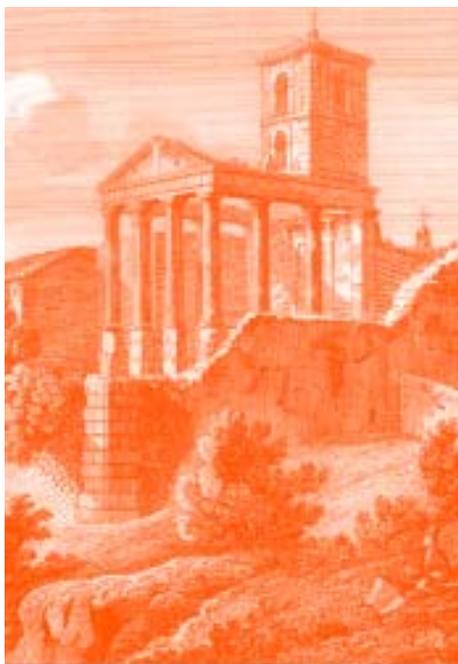
⁽¹⁹⁾ *Cfr. German Pfandbrief and analogous funding instruments elsewhere in Europe-particularly France and Spain, FitchIBCA, Maggio 2000.*

⁽²⁰⁾ *Riguardo al volume degli eligible asset proposti cfr. anche il par. 8 del presente studio, Caratteristiche delle emissioni jumbo.*

⁽²¹⁾ *Cfr. German Pfandbrief and analogous funding instruments elsewhere in Europe-particularly France and Spain, FitchIBCA, Maggio 2000.*

Francia

Le SCF devono costantemente mantenere un rapporto tra gli *asset* e le *obligations foncieres* in circolazione e gli altri titoli privilegiati (nonché le passività direttamente correlate alla gestione di tali *liabilities*) superiore a 1 (art. 96, l. 99/532). Ai fini del calcolo di tale rapporto, gli *asset* sono ponderati con di-



versi coefficienti (0%, 50% 95% e 100%) in relazione alla tipologia o al *rating* (art. 9, reg. 99/10). Ogni 6 mesi, le SCF rendono pubblico il loro rapporto di copertura - art. 10, reg. 99/10). Non sono previsti dei meccanismi di salvaguardia dei portatori delle OF nel caso di riduzione di valore *mark to market* degli *asset* impiegati come copertura.

Spagna

L'ammontare delle *cedulas* in circolazione non può superare il 90% dei mutui ipotecari in garanzia; tale ammontare è calcolato al netto dei crediti utilizzati a copertura delle emissioni di *bonos hipotecarios*⁽²²⁾ (art. 59, n. 1, n. 2, Regio Decreto 685/1982). L'equilibrio può essere ristabilito, in caso di sbilanci momentanei,

In Italia, la soluzione spagnola sembra quella più idonea; essa consente di tutelare adeguatamente i portatori dei titoli senza compromettere la normale operatività di istituti che sono già ampiamente operativi sui mercati internazionali, in aree di *business* non collegate all'emissione di *covered bond*

attraverso i seguenti sistemi:

- creazione di specifici fondi pubblici presso il Banco de Espana;
- acquisto di titoli sul mercato;
- erogazione di nuovi mutui ipotecari e ammortamento di *cedulas* in circolazione - art. 60, n. 2, Regio Decreto 685/1982).

Non sono invece previsti dei meccanismi

di salvaguardia dei portatori delle *cedulas* nel caso di riduzione di valore *mark to market* degli *asset* impiegati come copertura.

► IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L'ITALIA

In ciascuno dei paesi considerati è disciplinato per legge il rapporto di copertura tra titoli emessi e *asset* posti a copertura. In Germania ed in Francia è previsto un rapporto di copertura pari al 100%⁽²³⁾. In Spagna lo stesso rapporto è pari al 110%. Anche in Italia sarebbe opportuno prevedere uno specifico rapporto di copertura 100%, al fine di garantire l'assoluta qualità dei *covered bond* emessi. Ai fini del suo calcolo, potrebbe essere utile prevedere dei meccanismi di ponderazione degli *asset* – secondo il modello francese – in relazione al livello di rischio, soprattutto laddove si inserisse la categoria dei crediti di leasing, che rappresenterebbe una novità assoluta nel panorama dei “*pfandbrief-like*” instruments. Per i casi di squilibri temporanei del rapporto di copertura, vanno inoltre previsti dei sistemi di copertura con *asset* alternativi; tali coperture alternative non dovrebbero, comunque, superare una determinata percentuale dei *covered bond* in circolazione.

4.2. Fondi di copertura dei covered bond in circolazione

Germania

Le attività poste a copertura delle *pfandbrief* sono inseriti in due specifici fondi – costituiti presso la banca emittente – distinti in relazione ai due principali tipi di *eligible loan*: crediti fondiari e crediti al settore pubblico. A fronte dei due fondi

sono emesse tipologie diverse di *pfandbrief*: rispettivamente *Mortgage Pfandbrief* e *Public Pfandbrief*. La composizione dei due fondi può essere modificata nel tempo⁽²⁴⁾, attraverso l'aggiunta, la sottrazione o la sostituzione di *asset* precedentemente inseriti (art. 6, HGB).

Francia

Non è previsto uno specifico fondo di copertura nel quale sono segregati i crediti posti a garanzia delle emissioni delle *obligation foncieres*. Le SCF sono, d'altra parte, degli istituti assimilabili a degli *Special Purpose Vehicle*, con un oggetto sociale molto limitato e un rapporto tra attivo e passivo definito per legge.

Spagna

Non è previsto uno specifico fondo di copertura nel quale sono segregati i crediti posti a garanzia delle emissioni delle *cedulas*.

► IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L'ITALIA

Solo in Germania è previsto uno specifico fondo di copertura in cui sono inseriti gli *asset* posti a garanzia delle emissioni di *pfandbrief*. In Francia, d'altra parte, la strutturazione dell'operazione intorno ad una società costituita *ad hoc* per l'emissione delle OF conduce di

⁽²³⁾ I Bonos hipotecarios hanno caratteristiche simili a quelle delle *cedulas*. L'unica differenza sostanziale – che poi è anche il motivo per cui l'emissione di questi titoli è ormai molto rara – consiste nell'obbligo dell'iscrizione dei Bonos nei registri immobiliari.

⁽²⁴⁾ In Francia, il rapporto di copertura può essere molto superiore al 100% per effetto del meccanismo di ponderazione degli *eligible asset*.

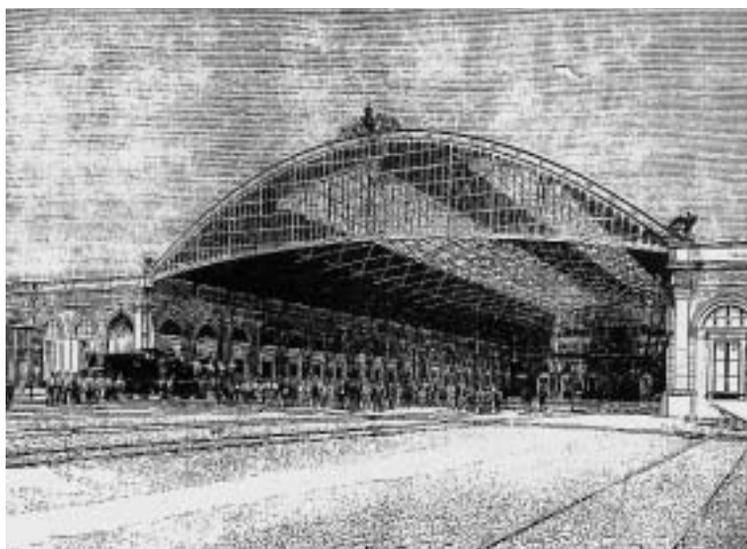
⁽²⁵⁾ Cfr. *Le Pfandbrief Tedesche: Approccio analitico e valutazione di Moody's*, Moody's Investors Service, Novembre 1998.

fatto a risultati analoghi a quelli perseguiti attraverso il fondo di copertura. Il vantaggio potrebbe peraltro essere la possibilità di gestire il *negative pledge* che molte banche prevedono per i portatori di tradizionali titoli obbligazionari con clausole *pari passu* che garantiscono a questi ultimi che non verranno concessi ai nuovi creditori della banca maggiori garanzie rispetto a quelle ad essi fornite.

Al fine di rendere chiara la destinazione specifica dei crediti posti a garanzia dei *covered bond* rispetto al resto del patrimonio della banca, anche in Italia sembra opportuno che le banche autorizzate all'emissione dei titoli della specie costituiscano al proprio interno degli specifici fondi di copertura, sui quali non siano ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei *covered bond*⁽²⁵⁾.

La possibilità di modifica della composi-

zione del fondo di copertura da parte delle banche – attraverso l'aggiunta, la sottrazione o la sostituzione di *asset* precedentemente inseriti – dovrebbe essere limitata ai soli casi nei quali la modifica sia funzionale a mantenere o ad aumentare la qualità delle attività poste a copertura dei titoli emessi. Potrebbero essere anche considerate delle regole a salvaguardia dei portatori dei *covered bond* nel caso di riduzione del valore *mark to market* delle attività inserite nel fondo di copertura (o delle loro garanzie)⁽²⁶⁾. Appare invece tecnicamente difficile proporre – in considerazione della capacità di *origination* delle banche italiane, in molti casi fortemente concentrate per area geografica o tipologia di finanziamento – meccanismi di diversificazione dei fondi di copertura (per localizzazione degli immobili o dei mutuatari, per tipologia di immobile preso a garanzia, etc.); ciò nonostante



De Giovanni
e Cajo,
Stazione
ferroviaria,
Palermo
(1886)



le agenzie di *rating* puntano spesso su questa mancanza con riferimento ai *covered bond* per sostenere la superiorità della cartolarizzazione⁽²⁷⁾.

Al fine di mantenere l'omogeneità del *pool* di *asset* posto a garanzia e il livello di trasparenza dei relativi *covered bond* per gli investitori, potrebbe invece essere opportuno prevedere (come in Germania) due tipologie di fondi in relazione alle seguenti classi di *eligible asset*:

- a) crediti fondiari e ABS con sottostante costituito da mutui fondiari;
- b) finanziamenti al settore pubblico e ABS con sottostante costituito da finanziamenti al settore pubblico.

La commistione di *asset* con profili di rischio anche molto diversi – come è il caso dei mutui fondiari e i finanziamenti al settore pubblico – finirebbe per far perdere alla *security* la sua caratteristica di trasparenza nei confronti degli investitori e delle agenzie di *rating*⁽²⁸⁾. Inoltre, il titolo non sarebbe più rappresentativo del rischio/rendimento degli impieghi in uno specifico comparto economico (ad esempio settore immobiliare), risultando di fatto meno appetibile per gli investitori istituzionali. Anche in Francia, dove una stessa SCF può garantire le OF in circolazione con un mix di mutui fondiari e finanziamenti al settore pubblico, nella pratica questa possibilità non è stata ancora sfruttata⁽²⁹⁾.

⁽²⁵⁾ Cfr. par. 6.

⁽²⁶⁾ Cfr. par.5.3., *Valutazione dell'immobile in garanzia*.

⁽²⁷⁾ *I pool di asset cartolarizzati sono di norma fortemente diversificati, per ottenere una significativa attenuazione del rischio complessivo dell'operazione.*

⁽²⁸⁾ *German Pfandbrief and analogous funding instruments elsewhere in Europe-particularly France and Spain, Studio FitchIBCA, Maggio 2000.*

⁽²⁹⁾ *European Pfandbriefe: Copies-Confusions-Convergence, DePfa Research, N. 1/2000.*

4.3. Registrazione delle attività del fondo

Germania

Le attività inserite nel fondo di copertura sono riportate in un apposito registro (art. 22(1),HGB). Ogni sei mesi, una certificazione dei nuovi crediti inseriti nel registro è trasmessa all'Autorità di Vigilanza. (art. 22(2), HGB).

Francia

La legge non prevede una specifica procedura di registrazione delle attività poste a garanzia delle *obligations foncieres*.

Spagna

La legge non prevede una specifica procedura di registrazione delle attività poste a garanzia delle *cedulas*.

► IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L'ITALIA

Come in Germania, anche in Italia appare utile prevedere che le attività del fondo di copertura siano registrate in un apposito registro.

4.4. Trustee degli asset posti a copertura dei covered bond

Germania

L'Autorità di Vigilanza – su proposta della banca interessata – nomina un *trustee* (e il suo vice) con il compito di verificare il mantenimento della consistenza “nominale” del fondo di copertura rispetto alle *pfandbrief* in circolazione. A tale fine il *trustee* ha il potere di ispezione dei libri e documenti relativi all'emissione delle *pfandbrief* e agli *asset* posti a loro garanzia (art. 32, (1) HGB). Verifica inoltre che gli *asset* anzidetti siano stati valutati secondo le istruzioni approvate dall'Autorità di

Vigilanza (art. 30, (1) HGB), senza tuttavia controllare l'effettiva rispondenza delle valutazioni effettuate dalla banca (art. 30, (1) HGB). Tra i compiti del *trustee*, ci sono i seguenti: rilascia il certificato di iscrizione del credito nel Registro delle Attività del Fondo e conserva la relativa documentazione; autorizza l'eventuale cancellazione di attività dal Fondo (art. 30, (4), HGB); prima di ciascuna emissione, rilascia uno specifico certificato sull'esistenza della necessaria copertura; comunica all'Autorità di Vigilanza le eventuali irregolarità (art. 29, art. 30, HGB).

Francia

Ciascun SCF, su raccomandazione dell'Autorità di Vigilanza, nomina un ispettore (*controleur spécifique*) e un suo vice (scelto negli elenchi dei revisori dei conti) con il compito di controllare l'attività dell'SCF (art. 107, L. 99/532). I compiti del *controleur spécifique* sono, tra gli altri, i seguenti:

- a) verifica che gli *asset* acquisiti dall'SCF siano tra quelli previsti dalla legge;
- b) controlla la correttezza delle metodologie utilizzate nella valutazione degli immobili presi a garanzia;
- c) redige per l'Autorità di Vigilanza un rapporto annuale sulla sua attività (art. 5, reg. 99/10).

Spagna

La legge non prevede una specifica vigilanza sugli *asset* posti a copertura delle *cedulas* in circolazione⁽³⁰⁾.

► IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L'ITALIA

In Germania e Francia, sono previsti degli ispettori con funzioni di verifica circa le metodologie di valutazioni/acqui-

sizione degli *eligible asset* e di vigilanza sulla loro consistenza "nominale" rispetto ai *covered bond* in circolazione. Per l'Italia, occorrerebbe prevedere una figura simile; essa potrebbe essere nominata dalla Banca d'Italia, su proposta della banca autorizzata all'emissione dei *covered bond*, tra gli iscritti all'elenco dei revisori dei conti. I suoi compiti potrebbero ricalcare quanto previsto dalla legge tedesca.

4.5. Cash-flow matching

Germania

La *maturity* delle *pfandbrief* in circolazione non può eccedere in modo sostanziale quella dei crediti posti a loro copertura (art. 9 (1), HGB). Inoltre, il periodo di grazia previsto per le nuove emissioni non deve normalmente eccedere un terzo della vita delle stesse *pfandbrief* (art. 9, (1b) HGB). È altresì richiesto un *currency matching* tra le attività poste a copertura dell'emissione ed i titoli emessi. Da ultimo, i rendimenti delle attività poste a copertura devono essere non inferiori a quelli generati dai *bond* emessi.

Francia

Le SCF devono possedere un sistema di valutazione e gestione del rischio di tasso di interesse. Ai fini del controllo di tale rischio è anche prevista la possibilità di utilizzare strumenti di finanza derivata (art. 95, L.99/532). Al fine di facilitare la conclusione di tali contratti, è peraltro previsto che alle controparti di operazioni di *swap* sia garantito uno status preferenziale in caso di insolvenza dell'SCF⁽³¹⁾. Il profilo di rischio di tasso deve essere illustrato in uno specifico rapporto indirizzato al *controleur spécifique* (art.12, reg. 99/10).

Spagna

Non sono previsti specifici meccanismi di *cash flow matching*³²⁰. Nel caso di emissioni di *cedulas* a tasso variabile vanno rispettate le seguenti condizioni: gli interessi delle *cedulas* e dei mutui a copertura devono essere stabiliti sulla base di un margine fisso relativo a un tasso di riferimento; il valore medio degli interessi delle *cedulas* non deve eccedere quello degli interessi sui mutui; gli interessi sui mutui a garanzia non devono superare un limite massimo – questa regola non deve pregiudicare quanto previsto al primo punto (art. 47, n. 4, Regio Decreto 685/1982).

► IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L'ITALIA

In Germania e Francia, il Legislatore ha previsto una specifica disciplina in ordine al controllo del rischio di tasso e liquidità. Al riguardo, appare opportuno stabilire regole analoghe anche per i *covered bond* italiani. Il principio generale dovrebbe essere quello che la *maturity* dei titoli in circolazione non possa eccedere, in modo sostanziale, quella dei crediti posti a copertura. Tale equilibrio di tasso dovrebbe essere mantenuto anche attraverso l'impiego di derivati su crediti. È inoltre opportuno che il *trustee* del fondo venga messo in condizione di valutare il rischio connesso al *maturity mismatch*.

³²⁰ *Cedulas Hipotecarias in Investment Grade Research*, Morgan Stanley Dean Witter, 14 Aprile 1999.

³²¹ *German Pfandbrief and analogous funding instruments elsewhere in Europe-particularly France and Spain*, Studio FitchIBC, Maggio 2000.

³²² *Cedulas Hipotecarias in Investment Grade Credit Research*, Morgan Stanley Dean Witter, 14 Aprile 1999.

4.6. Specifici strumenti di informazione al pubblico

Germania

Le banche autorizzate all'emissione delle *pfandbrief* sono tenute alla pubblicazione di specifiche informazioni riguardo al fondo di copertura (art. 28 HGB).

Francia

Le SCF devono pubblicare specifiche informazioni relative alla qualità degli *asset* in portafoglio e delle relative garanzie (art. 13, reg. 99/10).

Spagna

La legge non prevede specifiche informazioni al pubblico.

► IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L'ITALIA

Al fine di migliorare il livello di trasparenza nei confronti degli investitori potrebbe essere utile, come in Francia e Germania, prevedere la pubblicazione di specifiche informazioni riguardo agli *asset* posti a copertura dei *covered bond* e delle relative garanzie.

5. Asset a copertura: il caso dei mutui fondiari

Germania

Le caratteristiche dei mutui fondiari sono soggette all'approvazione dell'Autorità di Vigilanza, in particolare per quanto riguarda: le penali per il debitore in caso di mancato pagamento della rata; i casi nei quali la banca può richiedere l'estinzione anticipata del mutuo (art. 15, HGB). Non sono ammissibili come coperture i finanziamenti riguardanti immobili *custom-made*, cioè ad

uso specifico, e quelli che non garantiscono un reddito nel lungo periodo. Esistono regole prudenziali in ordine all'ammissibilità dei finanziamenti di credito edilizio (progetti di costruzione) (art. 12 (3), HGB).

Francia

I finanziamenti ammissibili devono essere garantiti da immobili con destinazione, almeno in parte, residenziale (art. 2, reg. 99/710)

Spagna

Sono ammissibili le seguenti tipologie di mutui fondiari:

- a) per l'acquisto e la ristrutturazione di abitazioni;
- b) per la costruzione di immobili con qualsiasi destinazione d'uso (residenziale, non residenziale, industriale, turistico, agricolo); al comparto OO.PP (art. 24, R.D 685/1982). Non sono ammissibili i mutui che hanno per oggetto proprietà che non garantiscono una garanzia sufficientemente stabile e durevole nel tempo, ossia proprietà per le quali esistono diritti di terzi (art. 32, n.1, R.D. 685/1982). Per i finanziamenti di credito edilizio esistono specifiche regole di ammissibilità. In particolare, è previsto che:
 - a) il mutuatario sia obbligato a portare a termine la realizzazione dell'immobile;
 - b) l'immobile in costruzione sia tra quelli finanziabili;
 - c) sia dichiarato il valore dell'immobile, una volta ultimato, secondo un *budget* specificamente approvato (art. 32, n. 2, n. 3, R.D. 685/1982).

Al fine di migliorare il livello di trasparenza nei confronti degli investitori potrebbe essere utile, come in Francia e Germania, prevedere la pubblicazione di specifiche informazioni riguardo agli asset posti a copertura dei covered bond e delle relative garanzie



► IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L'ITALIA

In Italia, potrebbero essere presi come riferimento i finanziamenti ex art. 38 del T.U. n. 385/93, che sono inquadrati in una specifica cornice normativa e hanno caratteristiche di fatto assimilabili a quelle prevalenti nei tre paesi considerati⁽³³⁾. Non possono invece essere considerati ammissibili i finanziamenti

fondari perfezionati ai sensi delle regole generali del codice civile, sebbene garantiti da ipoteca. Tali finanziamenti non usufruiscono infatti dello stesso regime di favore, tra l'altro, in materia:

- a) di revocatoria fallimentare;
- b) procedimento esecutivo sugli immobili presi in garanzia.

Come, in Germania, andrebbero considerati dei possibili casi di esclusione relativamente agli immobili *custom-made* e quelli che non garantiscono un reddito nel lungo periodo. Per quanto riguarda i finanziamenti edilizi andrebbero inoltre previste regole prudenziali.

5.1. Grado dell'ipoteca

Germania

Primo grado⁽³⁴⁾.

Francia

Primo grado (art. 94 l.99/532). In luogo dell'ipoteca a garanzia dei finanziamenti è ammissibile una fideiussione bancaria o una garanzia assicurativa (art 5. Reg 99-710); l'ammontare complessivo di questi finanziamenti non può comunque eccedere il 20% del totale dell'attivo della SCF (art 6. Reg 99/710).

Spagna

Primo grado (art. 25, n. 1, R.D. 685/1982). Le banca non può differire le ipoteche sui finanziamenti concessi senza l'approvazione del rappresentate dei portatori dei titoli. Inoltre, non può: cancellare, rinunziare o estinguere le ipoteche volontariamente; novare⁽³⁵⁾ i crediti garantiti o rinunziarvi in tutto o in parte; porre in atto delle attività che possono pregiudicare l'efficacia o il valore delle ipoteche o dei crediti (art. 25, n. 3, 4, R.D. 685/1982).

► IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L'ITALIA

Nei tre paesi considerati, gli *eligible loan* devono essere garantiti da ipoteche di primo grado. In Italia, i finanziamenti ex art. 38 del T.U. n. 385/93 debbono essere per legge garantiti da ipoteca di primo grado salvo casi specifici ben regolamentati.

5.2. Limite del *loan to value ratio* (LTV)

Germania

Il rapporto tra ammontare del mutuo e valore stimato dell'immobile in garanzia (per i crediti fondiari) non può superare il 60% (art. 11 (2), HGB).

Francia

In generale l'LTV non deve superare il 60% (valutato quando il contratto di finanziamento è stipulato o quando il mutuo è ceduto all'SCF). Questo rapporto può essere portato all'80% nel caso in cui tutti i mutui dell'SCF siano concessi a persona fisica per l'acquisto, la costruzione o la ristrutturazione di abitazioni. L'LTV per singoli mutui può arrivare al 100% (o all'80%) nel caso esistano ulteriori garanzie in ordine alla parte del finanziamento non coperta dalla garanzia ipotecaria. (art. 2-4 reg. 99/710).

Spagna

In generale, 70%. 80% per i mutui finalizzati alla costruzione, acquisto o ristrutturazione di abitazioni (art. 26, R.D 685/1982).

⁽³³⁾ Cfr. i paragrafi 5.1., 5.2., 5.4., 5.5., 5.6.

⁽³⁴⁾ *The Pfandbrief, Facts and Figures, Association of German Mortgage Bank, 1999.*

⁽³⁵⁾ *La previsione va peraltro verificata con la recente introduzione del principio della subrogacion.*

► IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L'ITALIA

Nei tre paesi considerati, l'LTV va dal 60% della Germania al 70% della Francia e della Spagna. Anche se poi sono previsti dei casi nei quali la percentuale dell'LTV può arrivare anche al 100%. In Italia, per i mutui ex art. 38 del T.U. n. 385/93, la Banca d'Italia ha fissato l'LTV all'80%. Per i finanziamenti destinati alla copertura di *covered bond* (ed esclusivamente per questi) si potrebbe immaginare di abbassare questa percentuale ad un livello inferiore, in considerazione del fatto che: nella pratica l'LTV a cui le banche italiane concedono i finanziamenti fondiari è generalmente anche molto inferiore rispetto alla percentuale prevista dalla TUB della Banca d'Italia; la riduzione del LTV rappresenta una significativa misura di *marketing* per il *covered bond* italiano verso gli investitori. Possono peraltro essere previsti dei casi, come in Francia, nei quali l'LTV può essere incrementato in relazione alla natura dell'immobile preso in garanzia o alla presenza di garanzie aggiuntive.

5.3. Valutazione dell'immobile in garanzia

Germania

Non è specificamente richiesto che la valutazione venga effettuata da un esperto esterno all'istituto creditizio. Le regole di valutazione di ciascun istituto autorizzato all'emissione di *pfandbrief* sono approvate dall'Autorità di vigilanza (art. 13, HGB). Esse possono essere finalizzate alla determinazione del valore di mercato, ovvero di quello cauzionale (*mortgage lending value*)⁽³⁶⁾. È comunque previsto che la valutazione non ecceda il valore di mercato dell'immobile, determinato

sulla base di un prudente apprezzamento; la valutazione deve tenere conto delle caratteristiche strutturali dell'immobile e del reddito ottenibile dallo stesso, escludendo fattori di tipo speculativo che possano aumentarne il valore nel breve periodo (art. 12, HGB).

Francia

Gli immobili sono valutati da un esperto, il quale non dipende funzionalmente dall'unità della banca incaricata di originare i mutui (art. 4, reg. 99/10). La valutazione deve avvenire in maniera trasparente e secondo principi di prudenza, escludendo tutti gli elementi di natura speculativa. Al massimo, essa può essere pari al valore di mercato (art. 1, reg. 99/10). La valutazione deve tener conto dei seguenti elementi: delle caratteristiche a lungo termine dell'immobile, delle condizioni normali del mercato locale e dell'uso dell'immobile. Eccezionalmente, la valutazione può essere anche basata sui costi di transazione (art. 2, reg. 99/10). La valutazione deve essere ripetuta periodicamente: ogni anno per immobili ad uso professionale con prezzo di acquisto (o di ultima valutazione) maggiore di € 300.000; ogni tre anni per immobili con prezzo di acquisto (o di ultima valutazione) inferiore a € 300.000 o annualmente attraverso metodi di tipo statistico (art. 3, reg. 99/10).

Spagna

I criteri di valutazione utilizzati dalla banca, con le relative considerazioni tecniche, giuridiche ed economiche devono essere illustrati in uno specifico *report* il

⁽³⁶⁾ *German Mortgage Bank, Goedecke Wolfgang, 1998.*

cui contenuto deve essere sintetizzato in un certificato a cura di un architetto (nel caso di un bene immobile con destinazione residenziale) ovvero di un ingegnere con specializzazione adeguata in relazione alla particolare tipologia del bene immobile valutato (art. 37, n.1-3, R.D. 685/1982). Il Ministero dell'Economia è autorizzato ad emanare proprie direttive sui criteri da seguire nella valutazione (art.3 7, n.4, R.D. 685/1982). Il criterio generale è quello che il valore di riferimento deve essere il più basso tra i seguenti importi:

- a) il costo di costruzione;
- b) la capitalizzazione del *cash flow* futuro;
- c) il valore di mercato;
- d) il valore di sostituzione (art. 35, R.D. 685/1982).

Qualora si verifichi una riduzione del valore della proprietà ipotecata per un ammontare superiore al 20% del valore iniziale, l'istituto di credito può richiedere al debitore di ripristinare il rapporto di LTV rifinanziando l'intero mutuo o la parte che eccede l'LTV richiesto (art. 29, n. 1, R.D. 685/1982). Le valutazioni sono di solito effettuate da istituti specializzati, disciplinati dal Regio Decreto del 30 Maggio 1997. L'attività di questi istituti è soggetta alla vigilanza della Banca di Spagna e sottoposta a specifici requisiti: la sede deve essere registrata nel territorio nazionale; il capitale minimo non deve essere inferiore a 50 milioni di pesetas; l'oggetto sociale è limitato alla valutazione di tutti i tipi di *asset*; l'istituto specializzato deve essere coperto da assicurazione per responsabilità civile; ogni istituto deve avere almeno 10 periti qualificati e con esperienza professionale; ogni istituto

deve essere registrato nel Pubblico Registro presente presso la Banca di Spagna⁽³⁷⁾.

► IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L'ITALIA

Nei tre paesi considerati sono previsti specifici criteri di valutazione degli immobili presi in garanzia. In Francia e Germania, tali criteri si basano sul principio che la valutazione non possa eccedere il valore di mercato dell'immobile, determinato sulla base di un prudente apprezzamento. In Spagna, il valore considerato è invece quello più basso tra quelli calcolati sulla base di differenti criteri. In Italia, manca attualmente qualunque disposizione normativa o regolamento in materia. Sarebbe opportuno che la legge sui *covered bond* fissi alcuni principi fondamentali, rimandando alla Banca d'Italia il compito di stabilire le regole di dettaglio. Tra i principi fondamentali vanno, tra gli altri, considerati i seguenti:

- a) la valutazione deve essere effettuata da un perito con sufficiente qualifica ed esperienza professionale;
- b) i criteri di valutazione utilizzati dalla banca, con le relative considerazioni tecniche, giuridiche ed economiche devono essere illustrati in uno specifico *report* sottoscritto dal perito;
- c) la valutazione deve tenere conto delle caratteristiche strutturali dell'immobile e del reddito ottenibile con la gestione dello stesso, escludendo fattori di tipo speculativo che possono aumentare il valore nel breve periodo;

⁽³⁷⁾ *The Valuation of Property for lending Purposes in the EU, European Mortgage Federation (1999).*

d) la valutazione deve essere effettuata al momento della concessione del finanziamento e ripetuta successivamente con cadenza periodica in relazione all'ammontare del finanziamento garantito e alla tipologia dell'immobile ipotecato.

Nel caso si verifichi una significativa riduzione del valore della proprietà ipotecata rispetto al valore iniziale, potrebbe essere previsto, inoltre, – in maniera innovativa rispetto ai tre paesi considerati – che la banca debba inserire nuove attività nel fondo di coperture per un ammontare sufficiente ad assicurare il livello di copertura per i portatori dei *covered bond*.

5.4. Estinzione anticipata del mutuo (estinzione anticipata dei *covered bond*) e del titolo Germania

I mutui a tasso fisso non possono essere estinti nei primi dieci anni di ammortamento (art. 8(2), HGB). In caso contrario il mutuatario è tenuto alla corresponsione di una penale pari alla perdita economica subita dalla banca⁽³⁸⁾. Al contempo è vietata la richiesta di rimborso anticipato della *pfandbrief* (art. 8(2), HGB).

Francia

Sono normalmente previste delle penali. Fa eccezione il caso in cui il mutuatario estingue anticipatamente il mutuo in conseguenza a:

- a) la vendita dell'immobile per cambio di attività professionale sua o della moglie/marito;
- b) la morte o il licenziamento (art. 97, l. 99/532).

Spagna

La legge non prevede specifiche penali⁽³⁹⁾.

► IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L'ITALIA

In Italia, l'art. 40 del T.U. prevede per i mutuatari la facoltà di estinzione anticipata dei mutui stipulati ai sensi dell'art. 38. Il mutuatario è comunque tenuto a corrispondere alla banca un corrispettivo in ordine al capitale restituito anticipatamente. Al pari della Germania, anche per i *covered bond* italiani occorrerebbe limitare la possibilità di una loro estinzione anticipata; stante questa facoltà riconosciuta sugli attivi a copertura, una clausola di redimibilità sembra necessaria anche per la *pfandbrief*.

5.5. Assicurazione dell'immobile Germania

La legge non prevede specifiche disposizioni al riguardo.

Francia

La legge non prevede specifiche disposizioni al riguardo.

Spagna

La proprietà su cui è costituita l'ipoteca deve essere assicurata per il suo intero valore contro possibili danni in base alla natura della proprietà. In caso di mancato pagamento del premio, l'assicuratore ha l'obbligo di notifica alla banca (art. 30, R.D. 685/1982).

⁽³⁸⁾ *The Pfandbrief, facts and figures, Association of German Mortgage Banks.*

⁽³⁹⁾ *German Pfandbrief and analogous funding instruments elsewhere in Europe-particularly France and Spain, Studio FitchIBCA, Maggio 2000.*



*Villa S. Martino,
Galleria
Demidoff,
Isola d'Elba
(1814)*

► IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L'ITALIA

In Italia, occorre prevedere una specifica disciplina in ordine all'assicurazione dell'immobile preso in garanzia sul modello di quanto era previsto dalla Legge speciale sul credito fondiario (Legge n. 175/91), abrogata con l'emanazione del T.U.

5.6. Revocatoria fallimentare in caso di fallimento del mutuatario

Germania

La legge non prevede l'applicazione della revocatoria fallimentare.

Francia

Sono previste limitazioni alle disposizioni della legge fallimentare in materia di annullamento dei contratti di finanziamento stipulati nel periodo dei 18 mesi antecedenti la dichiarazione di fallimento (art. 101-102, l.99/532).

Spagna

Le ipoteche registrate per conto delle banche emittenti possono essere impugnate solo nel caso il curatore fallimentare dimostri l'esistenza di frodi a danno degli altri creditori del fallito (art. 25, n.5, R.D. 685/1982).

► **IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L'ITALIA**

Per i finanziamenti stipulati ai sensi dell'art. 38 del T.U. è previsto che le ipoteche sugli immobili presi in garanzia non siano assoggettate a revocatoria fallimentare quando siano state iscritte dieci giorni prima della pubblicazione della sentenza dichiarativa di fallimento del mutuatario.

6. Rimborso dei titoli in caso di fallimento della banca emittente

Germania

Nel caso di fallimento della banca emittente, le attività nel fondo di copertura (e opportunamente registrate) non verranno inserite nella massa fallimentare, ad eccezione di quelle che sono eccedenti la finalità di copertura delle *pfandbrief* in circolazione (art. 35, 1, HGB). L'ammortamento delle *pfandbrief* in circolazione dovrebbe continuare regolarmente (art. 35, 1, HGB). Dopo aver rimborsato completamente i portatori delle *pfandbrief*, eventuali somme residue potranno essere riportate nella massa fallimentare della banca (art. 35, 2 HGB). Il problema che sembra sussistere riguarda circa il *servicing* dei finanziamenti inseriti nel fondo.

Francia

In caso di fallimento dell'SCF le *obligation foncieres* continuano ad essere ammortizzate secondo il normale piano di ammortamento⁽⁴⁰⁾. Gli altri crediti (anche quelli privilegiati) non saranno rimborsati (ne saranno su questi pagati gli interessi) finché i portatori delle *obligation foncieres* non saranno completamente

soddisfatti (art. 98, 1. 99/532). Alle controparti di operazioni di *currency* e *interest rate swap* è garantito lo stesso grado di priorità dei portatori delle *obligation foncieres*⁽⁴¹⁾. Il fallimento delle società che partecipano al capitale delle SCF non può, in nessun caso, essere esteso a questi ultimi (art. 103, 1. 99/532)

Spagna

Le *cedulas* non sono poste al riparo dall'eventuale fallimento della banca emittente. Ne deriva che la loro probabilità di *default* è direttamente collegata al merito creditizio della banca emittente. In caso di fallimento della banca, le *cedulas* per le quali la copertura è insufficiente dovranno essere immediatamente rimborsate. Negli altri casi, il curatore potrà decidere se continuare o meno il loro normale ammortamento⁽⁴²⁾.

► **IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L'ITALIA**

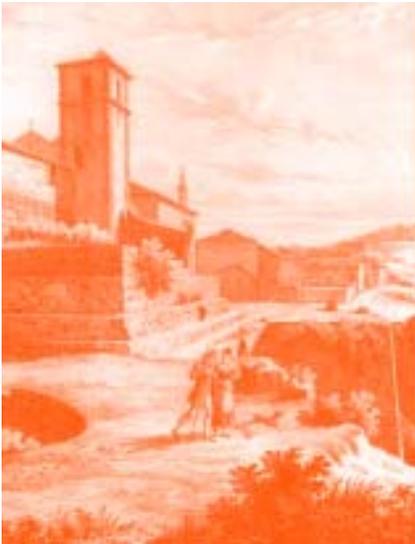
In Germania e Francia, il fallimento della banca non ha conseguenze sull'ammortamento dei titoli in circolazione. Per l'Italia, occorrerebbe prevedere analoghe salvaguardie per i portatori dei *covered bond*. In caso di fallimento della banca, le attività inserite nel fondo di copertura (comprese le attività potenzialmente eccedenti le finalità di copertura dei titoli in circolazione ed utilizzate come *overcollateralisation*) non dovrebbero essere attratte nella

⁽⁴⁰⁾ *Obligations Foncieres: FitchIBCA's Approach, Studio FitchIBCA, 8 Ottobre 1999.*

⁽⁴¹⁾ *German Pfandbrief and analogous funding instruments elsewhere in Europe-particularly France and Spain, Studio FitchIBCA, Maggio 2000.*

⁽⁴²⁾ *Rating Spanish Financial Institutions "Cedulas hipotecarias" Studio FitchIBCA, Aprile 1999.*

I portatori delle *pfandbrief* avranno un diritto di rimborso preferenziale su tutte le attività del fondo posto a garanzia della propria classe di *pfandbrief* (*mortgage o public*). In caso di perdita, essi potranno comunque partecipare alla liquidazione degli *asset* della banca in posizione di creditori chirografari



massa fallimentare della banca. Il fondo dovrebbe essere trasferito ad un nuovo *servicer* (precedentemente indicato come in Francia), in modo da consentire il regolare ammortamento dei titoli in circolazione. L'eventuale residuo di disponibilità, risultante dopo l'ammortamento di tutti i titoli in circolazione, potrà essere riportato nell'attivo del fallimento.

Come in Francia, al fine di favorire la conclusione di contratti di *currency* e *interest rate swap*, occorre garantire alle controparti il medesimo grado di priorità di rimborso previsto per i portatori dei *covered bond*.

6.1. Priorità di rimborso

Germania

Nel caso il fondo di copertura dovesse risultare insufficiente al rimborso delle *pfandbrief* in circolazione, si apre una procedura di liquidazione dello stesso parallela a quella della banca. I portatori delle *pfandbrief* avranno un diritto di rimborso preferenziale su tutte le attività del fondo posto a garanzia della propria classe di *pfandbrief* (*mortgage o public*). In caso di perdita, essi potranno comunque partecipare alla liquidazione degli *asset* della banca in posizione di creditori chirografari (art. 35, 2, HGB).

Francia

I portatori delle *obligation foncieres* hanno un privilegio su tutte le attività della SCF rispetto a tutti gli altri creditori dell'istituto, compresi Fisco e dipendenti della banca (art. 98, l. 99/532).

Spagna

I portatori delle *cedulas* hanno un privilegio su tutti i crediti ipotecari della

banca (eccetto quelli “registrati” necessari al rimborso dei *bonos hipotecarios*) rispetto a tutti creditori con la sola eccezione del Fisco e dei dipendenti della banca, limitatamente allo stipendio di un mese⁽⁴³⁾. Nel caso, i mutui ipotecari risultino insufficienti alla copertura, i portatori delle *cedulas* avranno un diritto *pari passu* (cioè di identica priorità) con gli altri creditori sulle altre attività della banca (art. 14, R.D 685/1982). I portatori delle *cedulas* hanno un privilegio oltre che sugli *eligible asset*, anche sull’insieme degli altri crediti ipotecari, non impiegati a copertura dei *bonos hipotecarios*⁽⁴⁴⁾.

► IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L’ITALIA

Anche per l’Italia occorrerebbe prevedere una procedura di liquidazione parallela a quella della banca qualora il fondo di copertura dovesse risultare insufficiente. In caso di perdita, i portatori dei *covered bond* potranno comunque partecipare alla liquidazione degli *asset* dell’intermediario in posizione di creditori chirografari.

7. Coefficiente di ponderazione

Germania

Il coefficiente di ponderazione delle *pfandbrief* è pari al 10%⁽⁴⁵⁾. La Germania ha infatti recepito la regolamentazione dell’art. 63, 2° comma, della Direttiva 2000/12/CE che consente la ponderazione del 10% per i titoli con le caratteristiche previste all’art. 22, comma 4 della Direttiva 85/611/CE nel caso esistano motivi che rendano necessaria l’adozione di tale misura al fine di “evitare gravi per-

turbazioni nel corretto funzionamento del mercato finanziario”.

Francia

In Francia è applicato un coefficiente di ponderazione pari al 10% per i titoli OF emessi da SCF e per i titoli (emessi anche da banche estere localizzate nell’Area Economica Europea) che prevedono un analogo grado di protezione per portatori delle *security* (Reg. 99/11).

Spagna

In Spagna è prevista l’applicazione di un coefficiente di ponderazione pari al 10%⁽⁴⁶⁾ per le *cedulas* detenute in portafoglio dalle banche, in quanto recentemente è stata recepita la deroga contenuta nell’art. 63 della Dir. 2000/12/CE.

► IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L’ITALIA

Il coefficiente di ponderazione per i *covered bond* italiani, detenuti in portafoglio dalle banche, sarebbe attualmente comunque pari al 20%. L’Italia non ha infatti recepito nei termini previsti, le disposizioni dettate dall’art. 63, 2° comma, della Dir. 2000/12/CE che consentono un trattamento prudenziale pari al 10% per i *covered bond* che rispettano la definizione prevista dall’art. 22, comma 4, della Dir. 85/611/CE. Al riguardo la Banca d’Italia ha recentemente espresso la volontà di attendere le disposizioni previste dal documento di Revisione degli Accordi di Basilea prima di consentire una ponderazione di favore per i titoli in discorso emessi da banche di altri paesi (Francia, Germania e Spagna). Va però rilevato che una ponderazione doppia del titolo italiano rispetto alla *pfandbrief* tedesca costituirebbe una penalizzazione fortissima.

7.1. Stanziabilità dei titoli emessi e altre agevolazioni

Germania

La legge non prevede alcuna disposizione al riguardo. Le norme comunitarie in materia di UCITS dispongono che i titoli con le caratteristiche definite dall'art. 22, 4 comma della Direttiva 85/611/CE possano essere utilizzate: come forme di impiego in *trust* o in fondi di investimento, come riserve tecniche nelle compagnie di assicurazione, nelle operazioni di mercato aperto con la BCE. L'art. 49, comma 7 della Direttiva. 2000/12/CE, prevede inoltre specifiche deroghe riguardo ai limiti imposti per i grandi fidi.

Francia

La legge non prevede alcuna disposizione al riguardo. Le norme comunitarie in materia di UCITS dispongono che i titoli con le caratteristiche definite dall'art. 22, 4 comma della Direttiva 85/611/CE possano essere utilizzate: come forme di impiego in *trust* o in fondi di investimento, come riserve tecniche nelle compagnie di assicurazione, nelle operazioni di mercato aperto con la BCE. L'art. 49, comma 7 della Direttiva. 2000/12/CE, prevede inoltre specifiche deroghe riguardo ai limiti imposti per i grandi fidi.

Spagna

L'art. 72 del Regio Decreto 685/82, in aggiunta alle disposizioni delle norme comunitarie in materia di UCITS, prevede che le *cedulas* possano essere utilizzate: come riserve tecniche per società di investimento, di compagnie di assicurazione o altre società analoghe; come forme di investimento per le società im-

mobiliari o società analoghe, per gli istituti previdenziali o in fondi di istituzionali che sono obbligate ad investire in titoli a reddito fisso negoziati in Borsa; nelle operazioni di mercato aperto con la Banca di Spagna e la Banca Centrale Europea. Le *cedulas* possono essere detenute nel portafoglio delle banche emittenti per un ammontare massimo del 5% del totale dei titoli emessi (art. 82(2), R.D. 685/1982).

► IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L'ITALIA

I *covered bond* italiani – definiti secondo le caratteristiche illustrate nei paragrafi precedenti – al pari dei titoli emessi nei tre paesi considerati, rispetterebbero le caratteristiche definite nell'art. 22, comma 4, della Dir. 85/611/CE e quindi sarebbero di fatto *eligible* come: forma di impiego in *trust* e/o in specifici fondi di investimento, pronti contro termine nelle operazioni di mercato aperto con la Banca Centrale, riserve tecniche nelle compagnie di assicurazione. Sarebbero inoltre applicabili a questi titoli, anche le deroghe sui limiti di investimento e sui grandi fidi ex art. 49, comma 7, Dir. 2000/12/CE.

⁽⁴³⁾ *Cedulas Hipotecarias*, in *Investment Grade Credit Research*, Morgan Stanley Dean Witter, 14 Aprile 1999.

⁽⁴⁴⁾ *Rating Spanish Financial Institutions "Cedulas Hipotecarias"*, Studio Fitch/BCA, Aprile 1999.

⁽⁴⁵⁾ *Cfr. German Pfandbrief and analogous funding instruments elsewhere in Europe-particularly France and Spain*, Studio Fitch/BCA, Maggio 2000.

⁽⁴⁶⁾ *Cfr. Ibidem.*

8. Caratteristiche delle emissioni

jumbo

Germania

Non esistono specifiche previsioni normative in materia. Le caratteristiche delle emissioni *jumbo* sono stabilite sulla base di un accordo interbancario. Tra queste, le principali sono: ammontare minimo superiore a 500 mln di euro; ammortamento in un'unica soluzione; cedola dei titoli a tasso fisso; divieto del rimborso anticipato; le emissioni devono essere quotate alla Borsa di Francoforte; almeno tre *market makers* per ciascuna emissione (il numero aumenta all'aumentare del volume dell'emissione)⁽⁴⁷⁾.

Francia

Non esistono specifiche previsioni normative in materia. Le caratteristiche delle emissioni *jumbo* sono stabilite sulla base di un accordo interbancario. Tra queste, le principali sono: ammontare minimo superiore a 500 mln di euro; almeno tre *market makers* per ciascuna emissione; le emissioni devono essere *rated* da almeno due agenzie di *rating*; le emissioni *jumbo* devono essere inquadrate in un programma di emissioni predisposto dalla banca emittente.

Spagna

Non vi sono specifiche previsioni normative o regolamentari in materia.

► IPOTESI DI REGOLAMENTAZIONE PER L'ITALIA

Al fine di puntare al collocamento dei *cover bond* italiani sul mercato *wholesale* internazionale occorrerebbe definire un accordo interbancario per definire le caratteristiche delle emissioni *jumbo* sul modello di quanto fatto dalla Francia e dalla Germania. Al riguardo, si evidenzia che le consistenze di *eligible asset*, utilizzabili in Italia a garanzia di *covered bond* – secondo quanto ipotizzato in precedenza – sono le statistiche seguenti del secondo trimestre del 2000: a) finanziamenti fondiari ex art. 38 del T.U = 108,731 miliardimilioni di euro; b) finanziamenti al settore pubblico = 57,092 miliardimilioni euro.

In prospettiva, occorre considerare che l'introduzione di un sistema di *fund-ing* per le banche più efficiente può contribuire in modo significativo alla crescita del mercato degli *eligible asset*. Al riguardo è rilevante il caso del comparto dei finanziamenti al settore pubblico, dove l'emissione dei *covered bond* può essere un'alternativa agli strumenti di raccolta diretta degli enti locali (BOR, BOC, etc.); a giugno 2000 la consistenza di questi titoli era di circa 4,850 miliardimilioni di euro. Al fine di favorire l'aggregazione di *pool* di crediti sufficientemente ampia e tali da garantire emissioni *jumbo* di *covered bond*, potrebbe essere utile – anche in considerazione della frammentazione del mercato creditizio italiano – prevedere delle specifiche norme che favoriscano le transazioni tra banche (cessione-acquisto) di *asset* utilizzabili come forma di copertura dei *covered bond* anzidetti. •

⁽⁴⁷⁾ *The Jumbo Pfandbrief Market*, Morgan Stanley Dean Witter, Gennaio 1999 e *Relative value analysis on the jumbo Pfandbrief market*, Pfandbrief New, 5/2000.



*Stefano Du Pérac,
ricostruzione di
Roma antica,
tratta da "Piante
di Roma e le
Carte del Lazio"
(1574)*

Matrice di sintesi

COVERED BOND

	GERMANIA	FRANCIA
1. NORMATIVA DI RIFERIMENTO		
1.1. Legge e regolamentazione	Hypothekbankgesetz HGB Öffentliches pfandbrief gesetz OPG	Legge n. 99/532 Decreto n. 99/710 Regolamento 99/10 Regolamento n. 99/11
1.2. Vigilanza	BaKre	Commissione Bancaria
2. EMITTENTI		
2.1. Tipologia/requisiti delle banche emittenti	Istituti specializzati	Societes de Credit Foncier (SCF)
3. GARANZIE		
3.1. Garanzia dell'emittente	Prevista	Prevista
3.1.1. Consistenza titoli/capitale versato della banca	60 (48 volte per le banche multiprodotto)	Nessun vincolo specifico
3.1.2. Limitazioni territoriali di attività	EEA, Svizzera e altri paesi OCSE	EEA
3.2. Attività impiegate come copertura dei covered bond	Mutui fondiari Mutui al settore pubblico Mutui al settore navale Strumenti derivati	Mutui fondiari Mutui al settore pubblico ABS Mutui al settore navale
3.2.1. Rapporto di copertura covered bond/asset	>100%	>100%
3.2.2. Segregazione degli asset posti a copertura	Previsto uno specifico fondo di copertura	Non prevista Prevista separazione della SCF dalla banca originator dei crediti
3.2.3. Registrazione delle attività del fondo	Prevista	Non prevista
3.2.4. Trustee degli asset posti a garanzia dei titoli emessi	Previsto	Previsto
3.2.5. Cash-flow matching	Previsto	Previsto
3.2.6. Specifici strumenti di informazione al pubblico	Previsti	Previsti
3.3. Mutui fondiari	Mutui garantiti da immobili ad uso residenziale e non residenziale	Mutui garantiti da immobili ad uso residenziale

Fonte: elaborazione ABI su fonti varie

SPAGNA	IPOTESI PER L'ITALIA
Regio Decreto n. 685/1982	Legge specifica Regolamento di attuazione della Banca d'Italia
Banca di Spagna	Banca d'Italia
Istituti specializzati e banche autorizzate	Banche autorizzate
Prevista	Da prevedere
Nessun vincolo specifico	Da prevedere
Nessun vincolo Gli <i>asset</i> posti a garanzia devono essere originati in Spagna	Nessun vincolo Gli <i>asset</i> posti a garanzia devono essere originati in UE
Mutui fondiari e pubblici	Mutui fondiari Mutui al settore pubblico Crediti <i>leasing</i> Classi <i>senior</i> ABS
>100%	>100%
Non prevista	Da prevedere specifico fondo di copertura
Non prevista	Da prevedere
Non previsto	Da prevedere
Non previsto	Da prevedere
Non previsti	Da prevedere
Mutui garantiti da immobili ad uso residenziale e non residenziale	Finanziamenti ex art.38 T.U n. 385/93

segue

Matrice di sintesi

COVERED BOND

	GERMANIA	FRANCIA
3.3. Mutui fondiari	Mutui garantiti da immobili ad uso residenziale e non residenziale	Mutui garantiti da immobili ad uso residenziale
3.3.1. Grado dell'ipoteca	Primo grado	Primo grado
3.3.2. Limite del <i>loan to value ratio</i> (LTV)	60%	60%
3.3.3. Valutazione dell'immobile in garanzia	Esistono specifiche regole prudenziali di valutazione	Esistono specifiche regole prudenziali di valutazione
3.3.4. Estinzione anticipata del mutuo	Non possono essere estinti nei primi di 10 anni di ammortamento	Sono normalmente previste delle penali
3.3.5. Assicurazione dell'immobile	Non prevista	Non prevista
3.3.6. Revocatoria fallimentare in caso di fallimento del mutuatario	Non prevista	Non prevista
4. SITUAZIONE DI INSOLVENZA		
4.1. Rimborso dei titoli in caso di fallimento della banca emittente	Ammortamento regolare	Ammortamento regolare
4.2. Priorità di rimborso rispetto agli altri creditori della banca	Absoluta rispetto gli asset inseriti nel fondo di copertura Nessuna priorità rispetto le altre attività	Absoluta
5. QUADRO NORMATIVO DI FAVORE		
5.1. Coefficiente di ponderazione	10%	10%
5.2. Stanziabilità dei titoli emessi	<i>Trust</i> , fondi di investimento, riserve tecniche nelle compagnie di assicurazione, operazioni di mercato aperto con la BCE	<i>Trust</i> , fondi di investimento, riserve tecniche delle compagnie di assicurazione, operazioni di mercato aperto con la BCE
6. EMISSIONI JUMBO		
6.1. Caratteristiche del mercato dei titoli <i>jumbo</i>	Le caratteristiche delle emissioni sono stabilite sulla base di un accordo interbancario	Le caratteristiche delle emissioni sono stabilite sulla base di un accordo interbancario

Fonte: elaborazione ABI su fonti varie

SPAGNA	IPOTESI PER L'ITALIA
Mutui garantiti da immobili ad uso residenziale e non residenziale	Finanziamenti ex art.38 T.U n. 385/93
Primo grado 70% n generale; 80% per mutui garantiti da immobile ad uso residenziale	Primo grado Inferiore all'80%
Esistono specifiche regole prudenziali di valutazione	Da prevedere regole di valutazione
La legge non prevede specifiche penali	L'art. 40 T.U 385/93 prevede possibili penali
Prevista	Da prevedere
Non prevista	Non prevista
Ammortamento regolare a meno che il curatore fallimentare non decida diversamente	Ammortamento regolare
Assoluta rispetto i mutui posti a copertura (con l'eccezione del Fisco e i dipendenti) Subordinata al pagamento dei <i>Bonos Hypotecarios</i> sulle altre attività	Assoluta rispetto gli <i>asset</i> inseriti nel fondo di copertura Nessuna priorità rispetto le altre attività
10%	20%
<i>Trust</i> , fondi di investimento, riserve tecniche delle compagnie di assicurazione, operazioni di mercato aperto con la BCE	<i>Trust</i> , fondi di investimento, operazioni di mercato aperto con BCE, riserve tecniche nelle compagnie di assicurazione
Non esistono specifiche previsioni normative o regolamentari	Da prevedere con interbancario

Appendice

GLOSSARIO

- ▶ **Asset**
Attività contabili (crediti, titoli, cespiti etc.)
- ▶ **Asset Backed Security (ABS)**
Titoli provenienti da operazioni di cartolarizzazione
- ▶ **Cash-Flow Matching**
Allineamento per importo e in scadenza dei flussi di cassa in entrata e in uscita
- ▶ **Cover Pool**
Portafoglio delle attività poste a garanzia
- ▶ **Covered Bond**
Obbligazione garantita da un portafoglio di attività
- ▶ **Eligible Asset**
Attività idonee ad entrare nel *cover pool*
- ▶ **Eligible Loan**
Tipologia di mutuo idoneo ad entrare nel *cover pool*
- ▶ **Emissioni Jumbo**
Emissioni di grandi dimensioni superiori a 500 milioni di euro
- ▶ **Funding**
Raccolta bancaria
- ▶ **Level Playing Field**
Parità concorrenziale
- ▶ **Loan To Value Ratio (LTV)**
Rapporto tra l'ammontare del finanziamento e il valore del cespite ipotecato
- ▶ **Maturity**
Durata
- ▶ **Maturità Mismatch**
Allineamento delle scadenze

- ▶ **Mercato Retail**
Mercato al dettaglio
- ▶ **Mercato Wholesale**
Mercato all'ingrosso
- ▶ **Off Balance Sheet**
Fuori bilancio
- ▶ **On Balance Sheet**
In bilancio
- ▶ **Pfandbrief**
Tipologia di *covered bond* emessa da banche tedesche
- ▶ **Pool di Asset**
Portafoglio di attività
- ▶ **Present Value**
Valore attuale
- ▶ **Rating**
Giudizio di qualità economico/finanziaria dell'operazione
- ▶ **Security**
Titolo
- ▶ **Securitisation**
Cartolarizzazione
- ▶ **Servicer**
Soggetto che si occupa dell'incasso dei pagamenti e degli eventuali recuperi
- ▶ **Special Purpose Vehicle**
Veicolo che ha lo specifico scopo di emettere titoli ABS
- ▶ **Trustee**
Soggetto che controlla la capacità di garanzia del *cover pool*
- ▶ **Valore Mark to Market**
Valore di un *asset* rilevabile periodicamente sul mercato

IV - IL FINANZIAMENTO DELL'ATTIVITÀ PRODUTTIVA IN ITALIA: LUCI E OMBRE

a cura di Paolo Garonna, Wanda Cornacchia e Alessandro Terzulli
Confindustria - Centro Studi

L'indebitamento e l'autofinanziamento come fattori caratterizzanti le imprese italiane rispetto agli altri paesi dell'area dell'euro e agli Stati Uniti



*Viale dell'Astronomia,
sede della Confindustria,
Roma Eur*

1. Introduzione

Il rapporto tra banca e impresa è delicato e controverso. Le recenti vicende del gruppo Parmalat hanno richiamato l'attenzione, oltre che sulle caratteristiche del mercato finanziario italiano, anche sulle specificità di questo rapporto. Tale rapporto – soprattutto per le imprese nuove o per quelle già esistenti che decidano di attuare un “salto dimensionale” – è molto importante per il settore immobiliare, come anche dimostrato dalla crescita verificatasi nel periodo 1995-2003 dell'edilizia non resi-

devono essere mantenute.

Nei primi due paragrafi concentriamo la nostra analisi sulla gestione finanziaria e sulla struttura delle fonti con cui le imprese finanziano la loro attività. Esaminiamo, dapprima, il contributo della suddetta gestione alla redditività complessiva delle imprese per poi approfondire il ruolo del ricorso al mercato obbligazionario, considerando anche gli effetti delle insolvenze Cirio e Parmalat sulle emissioni obbligazionarie delle imprese italiane. Ci soffermiamo, inoltre, sulle recenti dinamiche del cre-



denziale di nuova costruzione. In questo segmento, il settore industriale-artigianale rappresenta stabilmente oltre il 60% delle volumetrie.

In questo lavoro prendiamo in rassegna talune caratteristiche strutturali del finanziamento dell'attività produttiva in Italia, con qualche riferimento anche al mercato immobiliare. L'obiettivo è di evidenziare vincoli e ritardi, ma anche aspetti specifici di un modello autoctono di rapporto banca-impresa, che è in corso di evoluzione e dovrà ancor più cambiare nel futuro, ma presenta qualità che

denziale di nuova costruzione. In questo segmento, il settore industriale-artigianale rappresenta stabilmente oltre il 60% delle volumetrie.

redito bancario e dei finanziamenti all'acquisto di immobili non residenziali, chiudendo infine il lavoro con l'analisi della crescita e finanza delle medie e delle grandi imprese.

I limiti e le debolezze strutturali del sistema finanziario italiano sono ben noti, ed è ampiamente riconosciuto che essi abbiano contribuito alla crisi dell'industria. Altrettanto noti sono le fragilità della struttura finanziaria delle imprese e i vincoli che pongono alla modernizzazione del sistema finanziario. Vi sono, tuttavia, dei punti di forza del

modello italiano di finanza d'impresa che non vanno dimenticati.

Tra i più importanti, va innanzitutto considerato il ruolo fondamentale dell'auto-finanziamento che ha indotto le imprese a pratiche di rigore nel controllo dei costi per promuovere la profittabilità e, attraverso questa, l'innovazione di processo e di prodotto. Le ridotte dimensioni aziendali hanno inoltre spinto verso una piena integrazione della funzione finanziaria nell'attività industriale. Nel rapporto banca-impresa, infine, un ruolo chiave ha avuto il fattore della prossimità che la frammentazione dell'offerta e la capillarità degli sportelli hanno assicurato.

2. La gestione finanziaria

La redditività – sia complessiva (Roe, ritorno del capitale di rischio) sia dell'attività operativa (Roi, ritorno del capitale investito operativo) – dell'industria manifatturiera italiana è risultata, nel periodo 1990-2002, quasi sempre inferiore a quella delle maggiori economie dell'area dell'euro e degli Stati Uniti⁽¹⁾. Il Roe italiano, fatta eccezione per il triennio 1998-2000, è risultato inferiore rispetto al relativo Roi, risentendo, tra gli altri fattori, della gestione finanziaria delle imprese⁽²⁾. Con riferimento alle imprese manifatturiere, la gestione finanziaria ha registrato, in media, nel periodo 1996-2002 un notevole miglioramento rispetto alla prima parte degli anni novanta: l'incidenza degli oneri finanziari – al netto dei relativi proventi – sul margine operativo lordo (*tab. 1*) è diminuita tra i due periodi a confronto. Il miglioramento ha riguardato sia gli Stati Uniti che le maggiori economie dell'area dell'euro; per queste ultime, il processo di convergenza verso l'Unione Monetaria

Europea ha contribuito fortemente ad una riduzione degli oneri finanziari.

In Italia la suddetta incidenza è rimasta, comunque, più elevata rispetto agli altri paesi; tale risultato è influenzato dai minori proventi finanziari realizzati dalle imprese nazionali, a causa del peso più basso che, nei loro bilanci, hanno le immobilizzazioni finanziarie sulle attività totali. Quest'ultimo aspetto è legato, come evidenziato da Conti e Varetto⁽³⁾, alla minore presenza di imprese strutturate in gruppi nel nostro Paese.

Il costo del debito⁽⁴⁾ italiano si è allineato, nel periodo 1996-2002, a quello degli altri paesi europei, pur rimanendo superiore a quello degli Stati Uniti; nella prima parte degli anni novanta, invece, esso era tra i più elevati, con un divario di più di due punti percentuali nei confronti della Francia. Il calo del debito non è stato però tale, per l'Italia, da generare – dati i bassi livelli del Roi – un differenziale tra Roi e costo del debito positivo.

⁽¹⁾ Cfr. Centro Studi Confindustria (2004). Vedi Appendice bibliografica.

⁽²⁾ Il confronto tra il Roe e il Roi è importante perché aiuta a capire il contributo delle gestioni non operative – finanziaria, fiscale e straordinaria – alla redditività complessiva. In particolare, il Roe e il Roi sono legati dalla relazione seguente: $Roe = [Roi + (Roi - i) \frac{1}{Pn}] (1 - t)$, dove i è il cosiddetto costo apparente del debito (rapporto tra gli oneri finanziari sui debiti e l'indebitamento totale), $1/Pn$ il rapporto tra l'indebitamento totale e il patrimonio netto (leverage) e t l'aliquota fiscale che grava sul reddito dell'impresa. I contributi delle gestioni straordinaria e fiscale alla redditività complessiva non sono qui oggetto di analisi.

⁽³⁾ Conti V. e Varetto F. (2004). Vedi Appendice bibliografica.

⁽⁴⁾ Calcolato qui come rapporto tra gli oneri finanziari e l'indebitamento al netto dei debiti commerciali, data l'indisponibilità, per alcuni paesi, dei dati relativi all'indebitamento finanziario.

TABELLA 1

INDICATORI FINANZIARI DELLE IMPRESE DEL SETTORE MANUFATTURIERO:
UN CONFRONTO INTERNAZIONALE⁽¹⁾
(IN %, ESCLUSO IL LEVERAGE ^(a))

	ITALIA	FRANCIA	GERMANIA ^(b)	SPAGNA	STATI UNITI
Oneri finanziari netti					
media 1990-1995	24,9	9,8	-1,3	43,2	15,3
media 1996-2002	7,8	-1,3	-5,7	9,1	3,4
Leverage					
media 1990-1995	1,49	1,18	0,99	1,02	1,08
media 1996-2002	1,33	0,95	0,95	0,69	1,08
Indebitamento a lungo					
media 1990-1995	18,1	32,7	16,9	22,7	46,4
media 1996-2002	18,7	28,9	14,6	21,5	45,0
Indebitamento a breve					
media 1990-1995	81,9	67,3	83,1	77,3	53,6
media 1996-2002	81,3	71,1	85,4	78,5	55,0
Indebitamento bancario					
media 1990-1995	37,3	17,8	21,3	33,6	19,9
media 1996-2002	32,9	14,3	18,2	22,9	20,6

⁽¹⁾ L'analisi è basata sui dati di bilancio estratti dal database Bach, con riferimento agli anni 1990-2002, per l'Italia, la Francia, la Germania, la Spagna e gli Stati Uniti. Bach (Bank for the Accounts of Companies Harmonized) è la banca dati della Commissione europea che contiene dati cumulati di campioni di imprese per quasi tutti i paesi dell'Ue (escluso il Regno Unito, tra i maggiori), gli Stati Uniti e il Giappone. I campioni sono aperti e per l'Italia, la Francia, la Germania e la Spagna rappresentano, nell'ordine, il 65,2%, il 48%, il 35,5% e il 27,6% del valore aggiunto al costo dei fattori del 2001. I bilanci sono riclassificati secondo la IV direttiva Cee e, quindi, i dati da essi tratti presentano un buon grado di omogeneità. Una certa cautela nel loro utilizzo è, tuttavia, d'obbligo, a causa dei diversi obiettivi che l'informazione aziendale ha nei paesi a confronto.

^(a) Gli oneri finanziari netti sono calcolati in rapporto al margine operativo lordo. Il leverage è ottenuto come rapporto tra l'indebitamento totale (al netto dei debiti commerciali) e il patrimonio netto. L'indebitamento a lungo, a breve e bancario sono rapportati all'indebitamento totale.

^(b) Per la Germania i dati sono disponibili solo fino al 2001.

Fonte: elaborazione CSC su dati Bach

3. Le fonti di finanziamento

3.1. La struttura

Lo scostamento tra il Roe ed il Roi è legato alla struttura delle fonti di finanziamento delle imprese (cfr. nota 1), che può essere sintetizzata dal *leverage* (tab.1). Per l'Italia, malgrado la flessione registrata nel periodo 1996-2002, il maggiore livello di indebitamento totale – al netto dei debiti commerciali – rispetto al patrimonio netto ha fatto sì che l'effetto negativo della leva finanziaria si scaricasse in modo più che proporzionale sul suddetto scostamento. La scelta delle imprese di ridurre il proprio grado di indebitamento è sicuramente positiva sotto il profilo della stabilità finanziaria⁽⁵⁾; permane, tuttavia, uno squilibrio strutturale che risente anche del ricorso limitato al capitale di rischio (*infra*, con riferimento alle medie imprese). Il ritorno del capitale di rischio ha risentito, quindi, della differenza tra il Roi e il costo del debito e del peso che i debiti hanno sui mezzi propri delle imprese.

Con riguardo alla composizione per scadenza e per natura (tab.1), le imprese italiane sono caratterizzate da un indebitamento prevalentemente a breve termine (con un peso sull'indebitamento totale, nel periodo 1996-2002, pari a più dell'80% contro il 79% della Spagna, il 71% della Francia e il 55% degli Stati Uniti) e di tipo bancario (con un'incidenza sul debito totale del 33% circa rispetto al 23% delle imprese spagnole, al 21% di quelle statunitensi, al 18% delle tedesche e al 14% delle francesi), con un ruolo mi-

Il costo del debito italiano si è allineato, nel periodo 1996-2002, a quello degli altri paesi europei, pur rimanendo superiore a quello degli Stati Uniti



nore del ricorso al capitale obbligazionario. Fino alla fine degli anni novanta, la propensione delle imprese italiane all'emissione di obbligazioni è stata molto bassa; fattori di diversa natura hanno reso il ricorso a questo strumento meno conveniente rispetto ai prestiti bancari. La situazione è cambiata con l'avvio dell'euro, che ha introdotto una maggiore liquidità nel segmento *corporate* del mercato obbligazionario. Il peso delle obbli-

⁽⁵⁾ Su questo punto e relativamente al suo contributo al processo di accumulazione cfr. Ciocca P. (2003). Vedi Appendice bibliografica.

TABELLA 2

TITOLI E DEBITI FINANZIARI DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE:
UN CONFRONTO INTERNAZIONALE
(CONSISTENZE DI FINE PERIODO; IN % DELLE PASSIVITÀ FINANZIARIE
TOTALI SE NON DIVERSAMENTE SPECIFICATO)

PAESI	TITOLI ^(a)		TITOLI (in % debiti finanziari)		DEBITI FINANZIARI ^(b)	
	1998	2002	1998	2002	1998	2002
Francia	4,8	7,3	20,7	23,1	23,1	31,5
Germania	1,5	2,3	4,4	5,0	35,1	45,4
Italia	1,7	2,3	4,9	6,6	34,2	34,4
Area euro^(c)	3,1	4,5	10,5	12,1	29,3	36,7
Regno Unito	6,6	10,6	22,8	25,7	28,9	41,3
Giappone	10,1	10,4	19,4	20,4	52,2	51,1
Stati Uniti	14,6	15,4	57,7	61,5	25,3	25,0

^(a) *Corrispondono alla posta: securities other than shares; in essa sono inclusi anche gli strumenti finanziari derivati. Non è disponibile per tutti i paesi la voce: securities other than shares, excluding financial derivatives.*

^(b) *Somma tra i prestiti e i titoli.*

^(c) *Include Francia, Germania e Italia.*

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat, Financial Accounts; Federal Reserve, Flow of funds accounts of the United States; Bank of Japan, Flow of funds accounts

gazioni nella struttura delle fonti di finanziamento delle imprese non finanziarie italiane è rimasto, tuttavia, modesto. Secondo i dati dei Conti Finanziari, lo stock di titoli (questa voce è per lo più composta da obbligazioni) è passato, in percentuale delle passività finanziarie, dall'1,7% del 1998 al 2,3% del 2002; quest'ultima percentuale è risultata la più bassa, tra i paesi più industrializzati, insieme a quella della Germania (tab. 2).

L'aumento dell'incidenza dei titoli si è avuto anche rispetto ai debiti finanziari, nei quali si è, quindi, ridotta la quota dei prestiti (Tab. 2). Anche in questo caso, però, il peso dei titoli è rimasto limitato, a conferma della prevalenza che il debito bancario ancora ha tra l'indebitamento finanziario delle imprese. La quota di questo indebitamento sulle passività finanziarie si è attestata nel 2002 sullo stesso livello del 1998, diversamente da

quanto accaduto nelle altre maggiori economie dell'Ue, in cui si sono registrati forti aumenti. Questo aspetto può essere ricondotto alla tipologia dominante del rapporto banca-impresa che si è instaurato in Italia, caratterizzato come noto dal trattamento favorevole (non solo in Italia) degli interessi passivi a fini fiscali e da un ricorso eccessivo alla pratica del pluri affidamento. Inoltre, la prevalenza delle scadenze di breve periodo nella struttura debitoria delle imprese trova una corrispondenza nella quota rilevante, dal lato delle attività, dell'attivo circolante, più alta in Italia (63%) rispetto alle altre imprese europee (60%, 51% e 54%, nell'ordine, per Francia, Spagna e Germania) e di gran lunga maggiore in queste ultime nel confronto con gli Stati Uniti (34%). Vi è quindi per le imprese manifatturiere italiane un certo allineamento tra la struttura per scadenza delle passività con quella delle attività.

3.2. Il ricorso delle imprese al mercato dei *corporate bond*

3.2.1. Le caratteristiche del mercato obbligazionario⁽⁶⁾

L'avvio dell'Unione Monetaria Europea, come già detto, ha favorito una forte crescita delle emissioni obbligazionarie da parte delle imprese dell'area dell'euro. Tra la fine del 1998 e settembre 2003 la consistenza delle obbligazioni *corporate* sul mercato internazionale e domestico è infatti quadruplicata. Tale evoluzione ha fatto sì che nel 2001 il mercato dell'area dell'euro si sia affermato come secondo

⁽⁶⁾ Questa parte è stata redatta sulla base dei dati relativi ai soli titoli obbligazionari delle imprese, cortesemente concessi dalla Banca dei Regolamenti Internazionali - BRI.

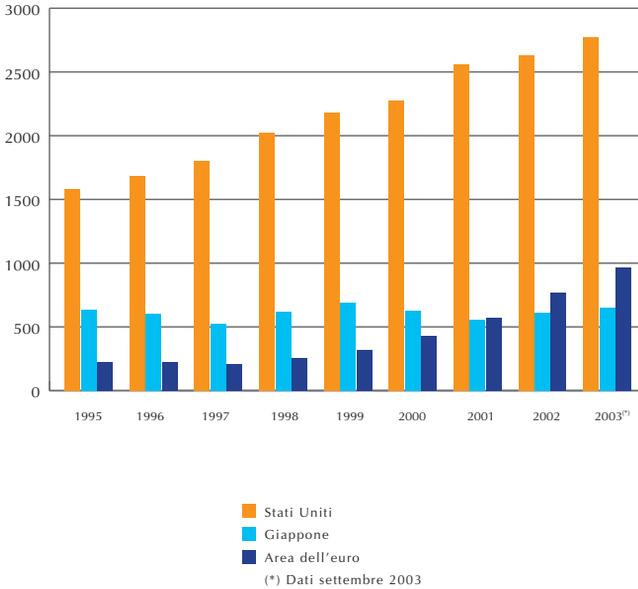
La moneta unica, grazie all'annullamento del rischio di cambio tra i paesi dell'area e alla promozione del processo di integrazione finanziaria, ha favorito la creazione di un mercato obbligazionario privato di maggiori dimensioni

mercato obbligazionario al mondo per le imprese, superando così il mercato giapponese (*graf.1*).

Il confronto con il mercato statunitense evidenzia, invece, le grandi potenzialità di sviluppo di questo mercato: nel 2002 nell'area dell'euro la consistenza dei titoli obbligazionari delle società non finanziarie era pari al 12% del Pil, contro il 25% del Pil negli Stati Uniti.

La moneta unica, grazie all'annullamento del rischio di cambio tra i paesi dell'area e alla promozione del processo di integrazione finanziaria, ha favorito la creazione

GRAFICO 1
TITOLI OBBLIGAZIONARI DELLE IMPRESE RESIDENTI
NELL'AREA DELL'EURO, NEGLI STATI UNITI E IN GIAPPONE
(mercato internazionale e domestico, consistenze di fine periodo)



Fonte: elaborazioni CSC su dati BRI

di un mercato obbligazionario privato di maggiori dimensioni. Le imprese, avendo così la possibilità di accedere ad un più ampio *pool* di investitori, hanno di conseguenza fatto maggior ricorso alle emissioni obbligazionarie come canale di finanziamento alternativo al credito bancario. Ma le emissioni obbligazionarie delle imprese sono state trainate anche da fattori di carattere congiunturale: l'intensa attività di fusioni e acquisizioni derivante dai processi di ristrutturazione aziendale ed il processo di liberalizzazione delle telecomunicazioni che ha generato una

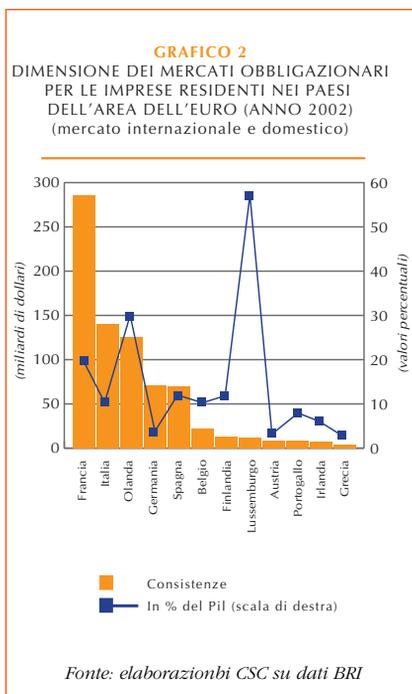
notevole domanda di fondi per l'acquisto di licenze UMTS.

Dal lato della domanda, invece, la diminuzione delle possibilità di diversificazione del rischio sui mercati dei titoli di Stato dell'area ha spinto gli investitori istituzionali ad investire sempre più in obbligazioni *corporate*, mentre la negativa *performance* dei mercati azionari ha favorito la riallocazione degli *asset* sui titoli a reddito fisso. Complessivamente nell'area dell'euro, tra la fine del 1998 e settembre 2003, la quota delle obbligazioni emesse dalle imprese sul totale dei

titoli obbligazionari (pubblici e privati) è quindi cresciuta dal 3,4% all'8,4%. In Italia nello stesso periodo tale percentuale è salita dallo 0,8% al 7,9%, con il risultato di aver fatto aumentare il peso delle emissioni delle imprese italiane sul totale di quelle dell'area (da 5,4% a 18,5%).

Tra i paesi europei il Lussemburgo è quello con il mercato obbligazionario *corporate* più sviluppato (graf. 2). Per ovviare all'inesistenza di un mercato obbligazionario domestico pan-europeo le imprese quotano infatti gran parte delle loro emissioni internazionali sul mercato lussemburghese⁽⁷⁾. L'Italia, al secondo posto per consistenza delle emissioni obbligazionarie delle imprese, occupa invece la quarta posizione (dietro a Lussemburgo, Olanda e Francia) quando il volume dei titoli viene rapportato al Pil. Nell'ultimo triennio in Italia le emissioni di titoli obbligazionari da parte delle imprese sono notevolmente cresciute: secondo i dati della BRI, la consistenza di tali obbligazioni è passata da circa 38 miliardi di dollari a fine 2000 a 179 miliardi a settembre 2003. Le imprese italiane hanno fatto un ampio ricorso al mercato internazionale. In particolare, sull'euromercato sono stati emessi titoli per la maggior parte a tasso fisso che si caratterizzano, rispetto a quelli delle imprese degli altri paesi industrializzati, per una prevalenza di scadenze a medio termine (5 anni) e per l'appartenenza della maggioranza degli emittenti al settore delle telecomunicazioni.

Il mercato dei *corporate bonds* italiano presenta, inoltre, una peculiarità: un numero ristretto di grandi emittenti con una posizione consolidata sui mercati internazionali, a fronte di un numeroso gruppo di piccoli emittenti, le cui emissioni



sono per lo più senza *rating*. Se infatti oltre l'80% del volume delle obbligazioni collocate da imprese italiane è dotato di *rating*, in termini di numero di emittenti circa i due terzi ne sono privi⁽⁸⁾. Per quanto riguarda il numero delle emissioni, in Italia quelle senza *rating* sono circa la metà (contro il 16% in Francia ed il 12% in Germania)⁽⁹⁾. A livello europeo, l'Italia contribuisce per oltre il 50% al volume complessivo delle obbligazioni prive di *rating*⁽¹⁰⁾. Ma la gran parte delle emissioni *corporate* italiane, oltre ad essere senza *rating*, sono anche di dimensioni ridotte (100-300 milioni di euro). Ciò spiega, quindi, perché gli investitori istituzionali europei (tra cui quelli italiani), vincolati ad investire in titoli obbligazionari

con *rating investment grade* e di dimensioni di almeno 500 milioni di euro⁽¹¹⁾, abbiano mostrato scarso interesse per le emissioni delle imprese italiane.

3.2.2. Gli effetti delle insolvenze Cirio e Parmalat sulle emissioni obbligazionarie delle imprese italiane

Le gravi vicende che hanno interessato Cirio e Parmalat hanno generato preoccupazione per il reperimento di mezzi finanziari sul mercato obbligazionario da parte delle imprese italiane. Nel 2003 in Italia, dopo l'insolvenza di Cirio, le emissioni di obbligazioni *corporate* sul mercato internazionale si sono ridotte a 13,8 miliardi di euro (dai 14,6 miliardi del 2002⁽¹²⁾), mentre l'area dell'euro ha complessivamente registrato un aumento delle emissioni obbligazionarie da parte delle società non finanziarie⁽¹³⁾.

In particolare, il *default* di Cirio nel novembre 2002 e la conseguente politica di *moral suasion* della Banca d'Italia, intesa a sconsigliare alle banche di vendere direttamente ai privati titoli senza *rating*, hanno penalizzato principalmente il segmento dei piccoli emittenti mettendo fine in Italia all'emissione di titoli *unrated*. Considerando infatti la peculiare polarizzazione del mercato italiano, i grandi emittenti con fama internazionale e vicini all'area pubblica non hanno riscontrato particolari difficoltà di accesso al finanziamento obbligazionario.

Ad esempio, tutte le emissioni obbligazionarie *corporate* effettuate nei primi cinque mesi del 2003 avevano emittenti dotati di *rating* (Ifi, Atac, Eni, Enel, C.i.r.) e, ancora più interessante, appartenenti alla categoria dei "non frequent issuers"⁽¹⁴⁾.

Similmente, anche dopo l'insolvenza

della Parmalat a dicembre 2003 le condizioni di finanziamento delle imprese italiane ad alto merito di credito sono rimaste quasi inalterate. Al contrario, le imprese più rischiose (*non investment grade*⁽¹⁵⁾) hanno registrato un inasprimento delle condizioni di accesso al prestito obbligazionario.

Mettendo a confronto gli *spread dei credit default swap* a 5 anni (derivati sul credito che prevedono il pagamento di un premio per assicurarsi contro il rischio d'insolvenza di un emittente) dei principali emittenti italiani con i corrispettivi, in termini di *rating*, emittenti stranieri emergono le seguenti indicazioni:

- le imprese con un *rating investment grade* elevato⁽¹⁶⁾, come Eni ed Enel, non hanno registrato nessun incremento di *spread* legato al *default* della Parmalat (graf. 3);
- al contrario, gli *spread* delle imprese con un *rating mid investment grade*

⁽⁷⁾ Secondo la Banca d'Italia (2003), le imprese italiane quotano sulla Borsa del Lussemburgo il 94% delle loro emissioni internazionali; le imprese tedesche il 71%, quelle francesi il 67% e quelle statunitensi il 55%. Vedi Appendice bibliografica.

⁽⁸⁾ FitchRatings (2003). Vedi Appendice bibliografica.

⁽⁹⁾ Standard & Poor's, (2003). Vedi Appendice bibliografica.

⁽¹⁰⁾ Moody's, (2003). Vedi Appendice bibliografica.

⁽¹¹⁾ Il vincolo dimensionale da parte degli investitori professionali è legato sia a questioni di liquidità del titolo (emissioni troppo piccole vengono considerate poco liquidabili) che di ridotto peso negli indici benchmark (un titolo di piccole dimensioni ostacolerebbe la minimizzazione del tracking error rispetto al benchmark).

⁽¹²⁾ Banca d'Italia (2004). Vedi Appendice bibliografica.

⁽¹³⁾ Secondo la Banca d'Italia (2004), tra il 2002 ed il 2003, nell'area dell'euro le emissioni obbligazionarie da parte delle imprese sul mercato internazionale sono aumentate da 117,5 miliardi di euro a 128 miliardi.

⁽¹⁴⁾ Moody's (2003). Vedi Appendice bibliografica.

⁽¹⁵⁾ Secondo le definizioni di *rating* impiegate da Standard & Poors, da BB+ in giù.

⁽¹⁶⁾ Sempre secondo Standard & Poors, da AAA ad A.

(Telecom Italia) e, in misura maggiore, *non investment grade* (Fiat) incorporano ancora un extra-premio (*grafici 3 e 4*);

- va rilevato infine come lo *spread* abbia registrato un notevole balzo non tanto immediatamente dopo l'insolvenza, bensì a fine gennaio 2004.

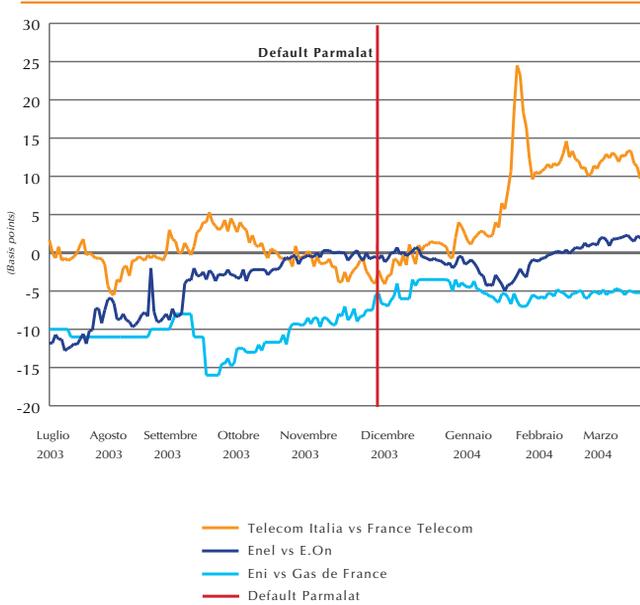
In prospettiva, poiché il *rating* è oramai diventato una condizione necessaria per l'accesso al mercato obbligazionario, si potrebbe temere per le imprese italiane il venir meno di un importante canale di finanziamento, alternativo a quello bancario. Fino ad ora infatti la maggioranza delle piccole e medie imprese è priva di *rating*: a fronte di elevati costi fissi per la valutazione del merito di credito – che incidono ancor di più sulle emissioni di dimensioni ridotte – esse non percepiscono una diminuzione del costo del finanziamento⁽¹⁷⁾.

D'altra parte l'Italia si è sempre caratterizzata per un sistema finanziario profondamente banco-centrico con uno stretto rapporto banca-impresa basato su relazioni di lungo periodo ed improntato all'informalità (*relationship banking*). Per

L'Italia si è sempre caratterizzata per un sistema finanziario profondamente banco-centrico. Per le piccole e medie imprese il credito bancario è infatti, tuttora, il principale canale di finanziamento. Tuttavia, il nuovo Accordo di Basilea nel promuovere una maggiore diffusione dei rating ed una cultura della trasparenza, favorirà indirettamente anche il processo di disintermediazione bancaria



GRAFICO 3
ANDAMENTO DEI CREDIT DEFAULT SWAP SPREAD
PER GLI EMITTENTI INVESTMENT GRADE



Fonte: UniCredit Banca Mobiliare

⁽¹⁷⁾ Linciano N. e Piatti L. (2004). Vedi Appendice bibliografica.

⁽¹⁸⁾ Si veda Cornacchia W. (2002). Vedi Appendice bibliografica.

le piccole e medie imprese il credito bancario è infatti, tuttora, il principale canale di finanziamento. Tuttavia, alla luce dell'entrata in vigore del Nuovo Accordo di Basilea⁽¹⁸⁾ anche l'accesso al credito bancario sarà soggetto alla valutazione del rischio di credito. Basilea 2, nel promuovere una maggiore diffusione dei *rating* ed una cultura della trasparenza, favorirà quindi indirettamente anche il processo di disintermediazione bancaria, ossia il maggior ricorso delle imprese al mercato per soddisfare i propri fabbisogni finanziari.

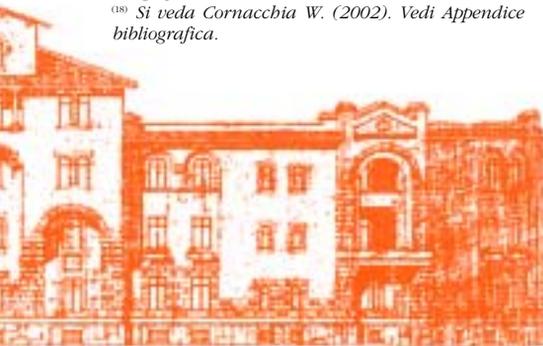
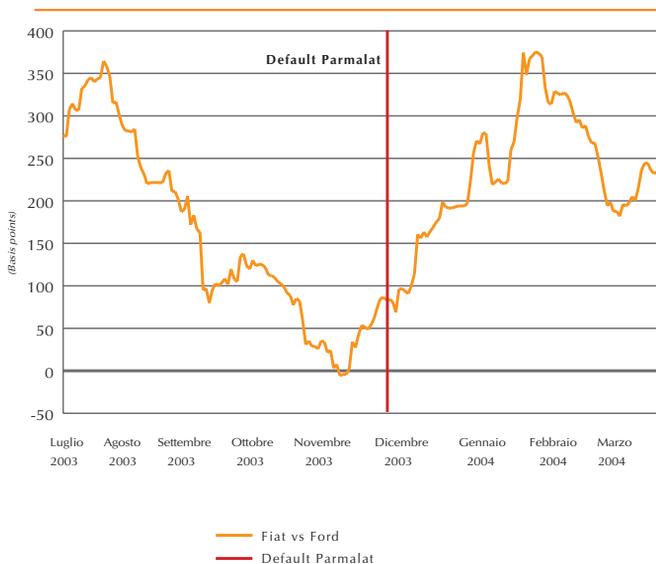


GRAFICO 4
 ANDAMENTO DEI CREDIT DEFAULT SWAP SPREAD
 PER GLI EMITTENTI NON INVESTMENT GRADE



Fonte: UniCredit Banca Mobiliare

3.3. Il credito bancario

Nell'area dell'euro la crescita dei prestiti bancari al settore privato, dopo aver registrato un'accelerazione negli ultimi tre mesi del 2003 (+5,5% a dicembre, rispetto al +5,0% di ottobre), si è mantenuta invariata al 5,5% per tutto il primo trimestre di quest'anno (graf. 5).

Se da un lato i prestiti alle famiglie hanno continuato ad espandersi, grazie al basso livello dei tassi d'interesse bancari che continuano a sostenere l'inc-

remento dei mutui per l'acquisto di abitazioni (+8,2% a marzo 2004), dall'altro l'espansione dei prestiti alle imprese si è stabilizzato intorno al 3,3% tra gennaio e marzo 2004.

Parallelamente, anche secondo l'indagine di aprile della Banca Centrale Europea sul credito bancario nell'area dell'euro, si è stabilizzato il saldo percentuale di banche che riferiscono un inasprimento dei criteri di concessione del credito alle imprese per il primo trimestre 2004.

GRAFICO 5
PRESTITI AL SETTORE PRIVATO NELL'AREA DELL'EURO E IN ITALIA
(definizioni armonizzate, variazioni % tendenziali^(a))



^(a) Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazione, variazione dei tassi di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni.

Fonte: elaborazione CSC su dati BCE e Banca d'Italia

In Italia nel 2003 la crescita dei prestiti bancari al settore privato si è mantenuta elevata, con un ritmo di espansione ampiamente al di sopra di quello dell'area dell'euro. Tra dicembre 2003 e febbraio 2004, invece, l'erogazione del credito ha subito un marcato rallentamento (+4,0% a febbraio 2004 contro il +8,3% di novembre 2003), registrando a febbraio un tasso di crescita di 1,5 punti percentuali al di sotto dell'area dell'euro (a marzo, tuttavia, i prestiti al settore privato hanno accelerato al 4,6%).

La decelerazione del credito ha interessato principalmente l'industria manifatturiera dove il tasso di crescita dei prestiti sui dodici mesi, già sceso a +1,4% nel dicembre 2003, è stato addirittura nullo a gennaio 2004. Anche le famiglie produttrici ed il settore dei servizi hanno registrato una diminuzione del tasso di crescita dei prestiti. Al contrario, quest'ultimo è risultato stabile per il settore delle costruzioni (al 13,1%) ed in accelerazione per le famiglie consumatrici (dall'11% di dicembre 2003

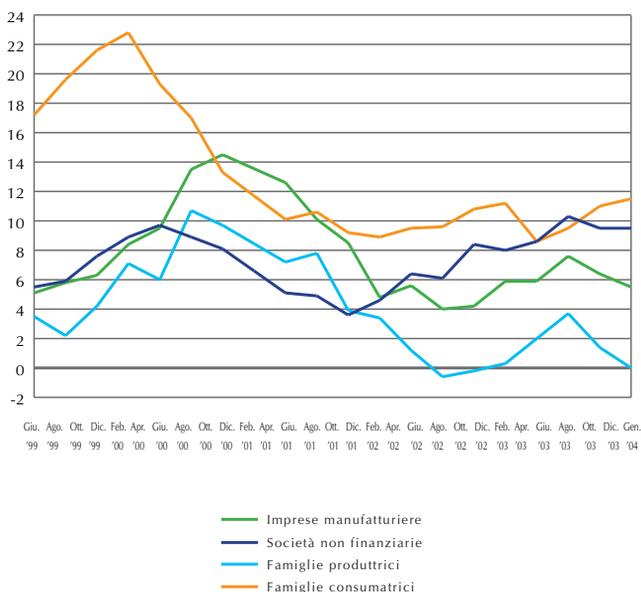
all'11,5% di gennaio 2004) (graf. 6). Disaggregati su base territoriale, i prestiti bancari all'intera economia hanno decelerato sia al Centro-Nord (dal 6% di dicembre 2003 al 5,3% a gennaio 2004), che al Sud (dal 7,9% di dicembre 2003 al 6,8% di gennaio 2004).

In particolare, con riguardo al mercato immobiliare non residenziale, si nota una crescita delle erogazioni di nuovi finanziamenti per l'investimento in fabbricati e l'acquisto di immobili non residenziali nel biennio 2002-2003 (tab. 3). Do-

po la forte espansione del 2002 le suddette erogazioni hanno continuato a crescere nel 2003, seppure ad un ritmo inferiore.

In Italia il repentino rallentamento dell'erogazione del credito alle imprese sul finire dell'anno è stato inoltre accompagnato da un inasprimento delle condizioni di finanziamento: tra dicembre 2003 e gennaio 2004 si è infatti registrato un aumento di 0,1 punti percentuali del tasso d'interesse medio sulle consistenze dei prestiti a breve delle società non finanziarie.

GRAFICO 6
ITALIA: PRESTITI BANCARI A FAMIGLIE E IMPRESE
(variazioni % tendenziali^(a))



^(a) Le variazioni sono calcolate al netto dei cambiamenti dovuti a riclassificazioni, variazioni dei cambi e altre variazioni non derivanti da transazioni.

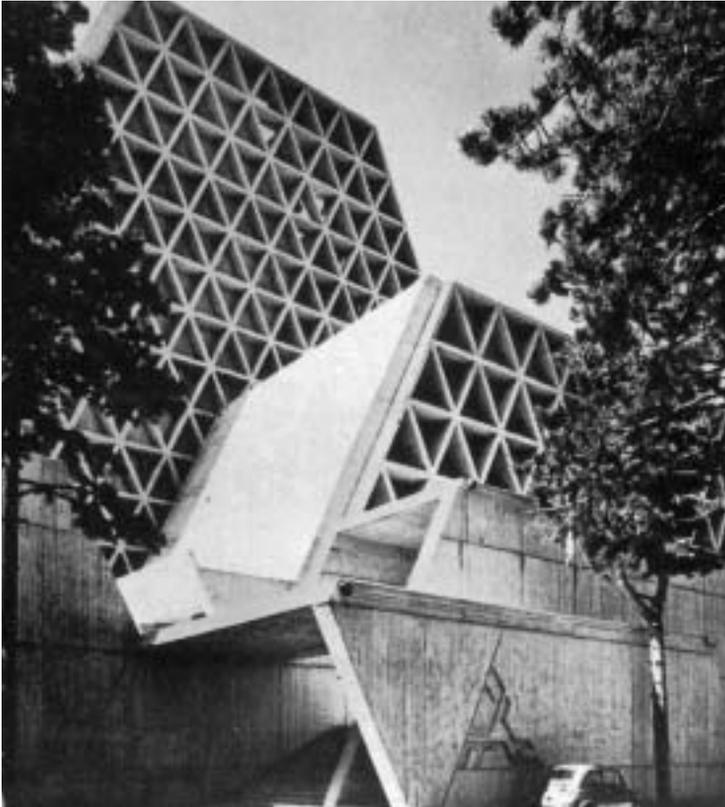
Fonte: Banca d'Italia

TABELLA 3

FINANZIAMENTI EROGATI PER INVESTIMENTI E ACQUISTI
DI IMMOBILI NON RESIDENZIALI
(MILIONI DI EURO E VARIAZIONI % SULL'ANALOGO PERIODO DELL'ANNO PRECEDENTE)

	2000	2001	2002	2003
Investimenti in fabbricati non residenziali	8.639	8.421	11.435	12.621
		-2,5%	35,8%	10,4%
Acquisto di immobili non residenziali	9.734	9.607	11.529	12.369
		-1,3%	20,0%	7,3%

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia



Antonio Guacci,
Tempio
Nazionale di
Maria Madre e
Regina di Monte
di Gbisa a
Contovello,
Trieste (1966)



Giacomo Mattè
Trucco,
Fabbrica della
Fiat-Lingotto,
Torino
(1926)

Alla luce di questi primi dati disponibili, possiamo quindi concludere che l'insolvenza del gruppo Parmalat ha effettivamente avuto delle ripercussioni negative sull'accesso al credito bancario per le imprese italiane.

3.4. Crescita e finanza delle medie e grandi imprese

In Italia, diversamente da quanto accade per Francia e Germania, si rileva una notevole differenza tra le grandi e le medie imprese. Le prime hanno registrato nel periodo 1996-2002 livelli di redditività inferiori a quelli delle seconde, nonostante una minore incidenza degli oneri finanziari netti sul margine operativo lordo (tab. 4)¹⁹⁾ Il più basso costo del debito (rispetto alla prima metà degli anni novanta) non ha comunque consentito alle

grandi imprese – il cui *leverage* si è attestato a 1,23 nel periodo 1996-2002 – di ottenere un differenziale tra Roi e costo del debito positivo. La componente finanziaria ha offerto, pertanto, un contributo sfavorevole e la struttura dell'indebitamento è risultata, seppure solo lievemente, meno orientata al breve periodo e al credito bancario rispetto alle medie imprese.

Le medie imprese hanno invece presentato, grazie ad un Roi più elevato, ad un costo del debito pressoché uguale a quello delle grandi imprese e ad un più elevato indebitamento rispetto ai mezzi propri, un Roe migliore rispetto alle grandi, con un maggiore allineamento tra le scadenze delle passività e quelle dell'attivo (nel periodo 1996-2002, il debito a breve termine è stato pari all'83%

La maggiore dinamicità e la maggiore solidità patrimoniale delle medie imprese hanno trovato riscontro nel censimento nazionale sulle medie imprese industriali, per il periodo 1996-2000, effettuato da Mediobanca e Unioncamere

del debito totale; 60% e 70%, rispettivamente i pesi percentuali dell'attivo circolante sulle attività totali).

La maggiore dinamicità e la maggiore solidità patrimoniale delle medie imprese hanno trovato riscontro nel censimento nazionale sulle medie imprese industriali, per il periodo 1996-2000, effettuato da Mediobanca e Unioncamere⁽²⁰⁾.

Da questo censimento è emerso che le imprese di dimensione media, oltre a presentare indicatori di redditività più elevati e una struttura del passivo più equilibrata con quella dell'attivo, hanno riportato *performance* superiori a quelle delle grandi imprese in termini di crescita – nell'intervallo temporale in esame – sia del valore aggiunto (+ 24,6%; +14,9% per le grandi) che dei dipendenti (+ 12% a fronte di una riduzione del 5,3% per le grandi imprese).



⁽¹⁹⁾ I risultati relativi alle piccole imprese non sono stati riportati nella Tab. 4 per ragioni di semplificazione espositiva. Bisogna tenere presente che per queste imprese le informazioni di bilancio, in alcuni casi, possono essere meno attendibili.

⁽²⁰⁾ Le imprese oggetto di studio sono quelle con un fatturato e un numero di occupati compresi, rispettivamente, tra i 13 e 260 milioni di euro e tra i 50 e i 499 addetti. Tali imprese erano 3.667 nel 2000, escludendo quelle unità che, pur essendo medie in base ai criteri citati, non erano autonome in quanto controllate da grandi imprese italiane o estere. Vedi Appendice bibliografica.

TABELLA 4
**INDICATORI ECONOMICO-FINANZIARI DELLE IMPRESE
MEDIE E GRANDI^(a) DEL SETTORE MANUFATTURIERO**

 (IN %, ESCLUSO IL LEVERAGE^(b))

	GRANDI IMPRESE			MEDIE IMPRESE		
	ITALIA	FRANCIA	GERMANIA ^(c)	ITALIA	FRANCIA	GERMANIA ^(c)
Oneri finanziari netti						
media 1990-1995	17,7	7,8	-4,6	31,1	15,5	16,7
media 1996-2002	2,7	-3,8	-7,0	15,2	6,2	13,9
Leverage						
media 1990-1995	1,41	1,18	0,88	1,64	1,13	2,14
media 1996-2002	1,23	0,96	0,88	1,56	0,92	1,74
Indebitamento a lungo						
media 1990-1995	19,0	33,6	15,3	16,9	28,9	23,0
media 1996-2002	19,5	29,5	13,0	17,1	27,0	23,9
Indebitamento a breve						
media 1990-1995	81,0	66,4	84,7	83,1	71,1	77,0
media 1996-2002	81,5	70,5	87,0	82,9	73,0	76,1
Indebitamento bancario						
media 1990-1995	35,5	15,6	17,7	39,7	26,1	36,6
media 1996-2002	30,5	12,3	15,3	37,1	21,6	36,3 ^(a)

^(a) La dimensione delle imprese è definita in base al loro fatturato: tra 7 e 40 milioni di euro per le imprese medie e superiore o uguale a 40 milioni di euro per le imprese grandi.

^(b) Gli oneri finanziari netti sono calcolati in rapporto al margine operativo lordo. Il leverage è ottenuto come rapporto tra l'indebitamento totale (al netto dei debiti commerciali) e il patrimonio netto. L'indebitamento a lungo, a breve e bancario sono rapportati all'indebitamento totale.

^(c) Per la Germania i dati sono disponibili solo fino al 2000.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Bach

Per contro, il loro tasso medio annuo di investimento è risultato inferiore a quello delle imprese di dimensioni maggiori.

Con riferimento alla struttura finanziaria, i debiti finanziari delle imprese medie sono risultati più orientati alle sca-

denze a breve rispetto a quelli delle grandi (tab. 5).

La struttura per scadenza dei debiti finanziari trova corrispondenza nella struttura del capitale investito tangibile, che, per le medie imprese, è rappresentato per circa il 60% da attivo

Bisogna mettere in evidenza la notevole capacità di autofinanziamento delle medie imprese, il cui *cash flow*, al netto dei pagamenti agli azionisti, è stato, nel periodo 1997-2000, più che sufficiente a coprire gli investimenti tecnici e quelli finanziari

circolante, quindi da attività a breve. Bisogna, infine, mettere in evidenza la notevole capacità di autofinanziamento delle medie imprese, il cui *cash flow*, al netto dei pagamenti agli azionisti, è stato, nel periodo 1997-2000, più che sufficiente a coprire gli investimenti tecnici e quelli finanziari; l'indebitamento ha finanziato, quasi per intero, le variazioni dell'attivo circolante. Questa dinamicità non si traduce, tuttavia, in una propensione più elevata delle imprese medie a diventare grandi quotandosi: nel 2000, solo 19 delle 3.667 società analizzate erano quotate. Lo studio Mediobanca-Unioncamere rileva che per le medie imprese vi è una correlazione inversa tra dimensioni aziendali e redditività; la crescita offre sì dei vantaggi ma al costo di una minore profittabilità del capitale.



TABELLA 5

**CAPITALE INVESTITO E SUO FINANZIAMENTO:
MEDIE E GRANDI^(a) IMPRESE**

(IN % SU CAPITALE INVESTITO TANGIBILE^(b), RIFERITO AL 2000, SE NON DIVERSAMENTE SPECIFICATO)

	MEDIE IMPRESE	GRANDI IMPRESE
Debiti finanziari a breve	36,8	22,9
Debiti finanziari a medio/lungo	19,6	23,3
Capitale netto tangibile	43,6	53,8
Totale	100	100
rappresentato da:		
Attivi immobilizzati	39,2	72,2
Attivi circolanti	60,8	27,8
Cash flow^(c)/Investimenti tecnici+finanziari (1997-2000)	1,1	-
Variazione debiti finanziari/Variazione circolante netto (1997-2000)	0,97	-

^(a) Il riferimento è alle 1.780 principali società industriali italiane rilevate da Mediobanca (Dati cumulativi, edizione 2002).

^(b) Somma dei debiti finanziari e del capitale netto depurato dalle attività immateriali.

^(c) Al netto dei pagamenti agli azionisti.

Fonte: Mediobanca-Unioncamere (2003)

Con riguardo all'aspetto della quotazione⁽²¹⁾, bisogna tenere presenti le caratteristiche del mercato dei capitali in Italia: un peso minimo della capitalizzazione delle società più piccole su quella totale e un numero di titoli quotati basso e stabile nel tempo. Bisogna inoltre considerare che la scelta della quotazione dipende dai costi e dai benefici che da questa possono derivare per l'impresa. Tali costi e benefici variano in base al settore in cui

l'impresa opera; i settori industriali in cui le imprese italiane sono specializzate, quelli "tradizionali" in cui la scala dell'attività riveste un ruolo minore, sono proprio quei settori in cui la convenienza alla quotazione è minore. •

⁽²¹⁾ Cfr. Spaventa L. (2003). L'autore offre nel suo contributo una sintetica ma efficace rassegna della letteratura teorica sui fattori che possono influenzare la decisione di un'impresa a quotarsi in Borsa. Vedi Appendice bibliografica.

Appendice

BIBLIOGRAFIA

- ▶ **Banca Centrale Europea (varie edizioni)**, "Bollettino Mensile".
- ▶ **Banca Centrale Europea (2001)**, "The euro bond market", Luglio 2001.
- ▶ **Banca d'Italia (2003)**, "Lo sviluppo del mercato italiano per le imprese italiane", in Bollettino Economico - N. 41, Novembre 2003.
- ▶ **Banca d'Italia (2004)**, "Gli effetti dei casi Cirio e Parmalat sulle euroobbligazioni di imprese non finanziarie italiane", in Bollettino Economico - N. 42, Marzo 2004.
- ▶ **Centro Studi Confindustria (2004)**, "Benchmarking competitivo 2004".
- ▶ **Ciocca P. (2003)**, "L'economia italiana: un problema di crescita", intervento alla 44a Riunione scientifica annuale della Società italiana degli economisti.
- ▶ **Conti V. e Varetto F. (2004)**, "Il modello italiano della finanza d'impresa", in Garonna P. e Gros Pietro G.M. (a cura di), Il modello Italiano di competitività, Il Sole 24 Ore, Milano.
- ▶ **Cornacchia W. (2002)**, "Il Nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali delle banche", Nota dal CSC, N. 02-05.
- ▶ **Cornacchia W. e Terzulli A. (2004)**, "Le imprese italiane e il mercato dei corporate bonds", Nota dal CSC, forthcoming.
- ▶ **FitchRatings (2003)**, "Italian Corporate Bonds: A Ratings-Hungry Market?", Dicembre 2003.
- ▶ **Guiso L. (2004)**, "Quanto è difficile per una piccola impresa italiana accedere al finanziamento esterno?", in de Caprariis G. e Guiso L. (a cura di), Finanza, legge e crescita delle imprese, Il Sole 24 Ore, Milano.
- ▶ **Linciano N. e Piatti L. (2004)**, "Efficienza e credibilità del rating esterno", in Carotti F., Schlitzer G. e Vicentini G. (a cura di), La governance dell'impresa tra regole ed etica, Il Sole 24 Ore, Milano.
- ▶ **Mediobanca e Unioncamere (2003)**, "Le medie imprese industriali italiane (1996-2000)", Ottobre 2003.
- ▶ **Moody's (2003, b)**, "Italy's Corporate Bond Market: Continued Promise, Continued Uncertainty", Luglio 2003.
- ▶ **Standard & Poor's (2003)**, "Italy's Corporate Bond Market: Ready to Grow Up?", Marzo 2003.
- ▶ **Spaventa L. (2003)**, "Le medie imprese in Italia, perché dovrebbero quotarsi?", intervento al Forum del risparmio gestito Assogestioni.



*Giovan Battista
Montano,
"Raccolta
di disegni
architettonici"
Roma (1628)*

Finito di stampare
maggio 2004