Helaba

Im Fokus: Covered Bonds
6. Dezember 2023

Italienische Covered Bonds: Start in eine neue Zeit



Christian Schmidt
Covered Bond & SSA Analyst
T 069/91 32-23 88

Das italienische EUR-Benchmark Covered Bond Segment (OBG = Obbligazioni Bancarie Garantite) zählt gemessen am ausstehenden Volumen zu den sieben größten Covered Bond Märkten. Die OBGs zeichnen sich durch einen sehr hohen Anteil wohnwirtschaftlicher Deckungsmassen aus. Dies führt zu einer hohen Granularität und Homogenität der Assets. OBGs sind am Markt gut etabliert und werden von Banken direkt emittiert. Investoren schätzen die attraktiven Renditen und die guten Ratings der OBG-Programme. Die von Moody's gerateten Programme tragen durchweg ein „Aa3". Die Programme von Fitch und S&P werden jeweils mit „AA" bewertet.

Italien hat die Umsetzung der EU Covered Bond Richtlinie (CBD) in nationales Recht im Frühjahr dieses Jahres abgeschlossen, nachdem die Änderungen des Rechtsrahmens für Covered Bonds am 31. März 2023 in Kraft getreten sind. Zusammen mit den zuvor verabschiedeten Änderungen des Primärrechts bewerten wir die aktuellen Änderungen für italienische Covered Bonds positiv, da sie den Rechtsrahmen stärken.

Auf Basis des neuen Rechtsrahmens kehrte am **7. Juni** mit der **Unicredit Spa** der erste italienische Emittent an den Primärmarkt zurück, weitere folgten unmittelbar.

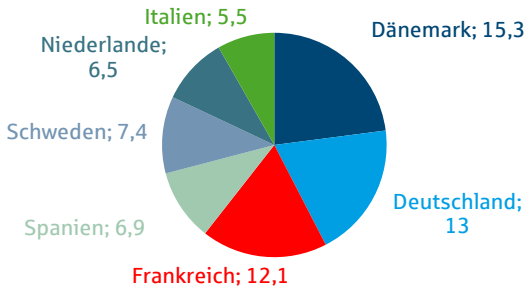
Mit diesem **Covered Bond Spezial** geben wir einen Einblick in den italienischen Markt für gedeckte Schuldverschreibungen.

Vierzehn italienische Emittenten prägen italienischen Covered Bond-Markt

Vierzehn italienische EUR-Benchmark-Emittenten sind derzeit im italienischen Covered Bond Markt aktiv. Neben den Top 8 (siehe Chart) nutzen auch Banco BPM (inkl. Banco Popolare), Banco di Desio, Credito Emiliano, Iccrea Banca, Banca Popolare dell'Alto Adige (sub-benchmark) und Banca Popolare di Sondrio den Primärmarkt für gedeckte Schuldverschreibungen.

OBG-Markt auf Rang 7

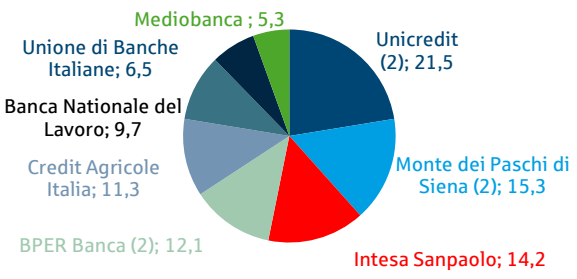
Verteilung des ausstehenden Volumens der Top 7 Covered Bond Märkte in % per Ende 2022



Quellen: ECBC Fact Book, Helaba Research & Advisory

Ausstehendes Volumen – Top 8 Emittenten

Ausstehendes Volumen in Mrd. EUR (öffentlich platziert)



Quellen: Emittentenwebsites, Moodys, Helaba Research & Advisory, Stand: Q2 2023

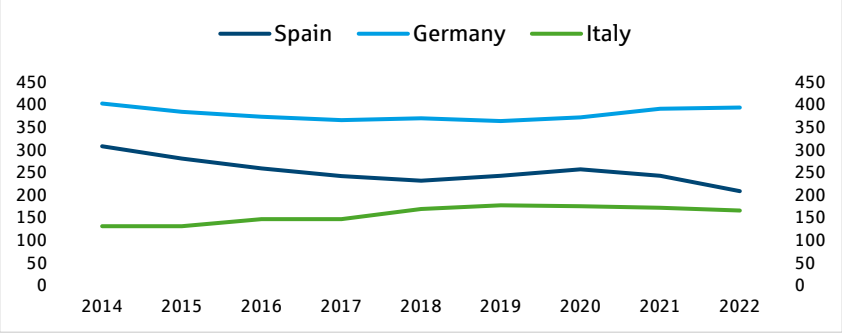
Unicredit ist mit 21,5 Mrd. EUR ausstehenden Covered Bonds Marktführer. Durch eine Reihe von Bankenfusionen hat sich die Emittentenstruktur in der italienischen Bankenindustrie in der jüngeren Vergangenheit deutlich verändert. So wurde die Banca Popolare von der Banco BPM, die Banca Carige von der BPER und die Unione di Banche Italiane (UBI) von der Intesa Sanpaolo übernommen. In allen drei Fällen wurden die Covered Bonds vom übernehmenden Institut fortgeführt.

Soft Bullet dominiert als Rückzahlungsstruktur

Italienische Emittenten wählen seit Jahren überwiegend die Soft Bullet Variante als Rückzahlungsstruktur. Lediglich zwei von zwölf Programmen – darunter ein Programm der UniCredit wurden in Form einer **CPT**-(Conditonal Pass-Through)Struktur begeben. Diese Sonderform scheint sich jedoch nicht weiter durchzusetzen. In jüngster Vergangenheit haben die italienischen Banken durchweg „soft bullets“ platziert. Hinsichtlich eines möglichen Verlängerungszeitraums hat sich bei Soft-Bullet-Strukturen mehrheitlich eine Laufzeitverschiebung von 12 Monaten etabliert. In der Regel sieht die Laufzeit gemäß den Vertragsunterlagen der emittierten OBG eine automatische Verlängerung der Laufzeit bei Ausfall des Emittenten vor. Dadurch wird Zeit für die Refinanzierung der Kapitalzahlungen gewonnen. Im Rahmen der EU-Richtlinie für gedeckte Schuldverschreibungen wurden die in Italien üblichen vertraglichen Regelungen zur Laufzeitverlängerung an gesetzliche Vorgaben geknüpft. Dazu gehören Einschränkungen, unter welchen Umständen den Verlängerungen vorgenommen werden können. Diese umfassen zum einen den Ausfall des Emittenten gegenüber den Inhabern der gedeckten Schuldverschreibungen, wie in den Vertragsunterlagen des Programms vorgesehen. Zum anderen kann die Verlängerung initiiert werden, wenn der Garantiegeber nicht in der Lage ist, Zahlungen an die Inhaber gedeckter Schuldverschreibungen oder andere gleichrangige Unternehmen zu leisten.

Ausstehendes Volumen: Italien im Ländervergleich relativ konstant

Gesamtvolumen (Hypotheken + öffentlicher Sektor), Mrd. EUR



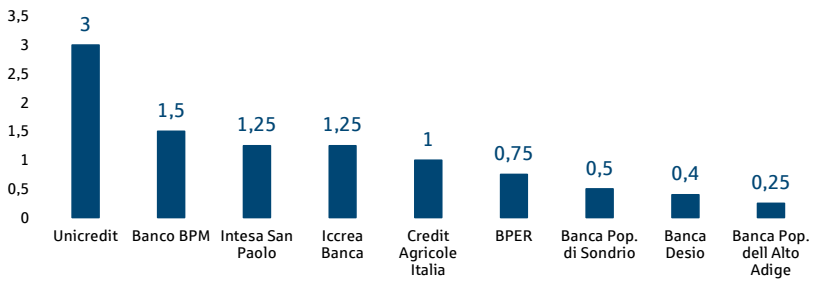
Quellen: ECBC, Helaba Research & Advisory

Nach einjähriger Pause – Primärmarktaktivitäten nehmen wieder Fahrt auf

Am 6. Juni kehrte mit der **Unicredit Spa** der erste italienische Emittent nach über einem Jahr wieder an den Primärmarkt zurück, nachdem Ende März die Umsetzung des neuen Rechtsrahmens für die Emission italienischer **OBGs** (Obbligazioni Bancarie Garantite) abgeschlossen wurde. Im Falle der UniCredit war es sogar die erste Platzierung (Dual-Tranche, 1,75 & 1,25 Mrd. EUR) der Emittentin nach rund 7 Jahren Abstinenz. Entsprechend groß war die Aufmerksamkeit, die sich in der Überzeichnungsquote von 1,5 bzw. 1,7-fach äußerte. Kurz darauf folgten **Credit Agricole Italia** und **Banco BPM**. Für das Jahr 2023 rechnen wir mit einem Bruttoangebot in Höhe von 11 Mrd. EUR (öffentlich platziert), einschließlich der bereits emittierten Papiere in Höhe von rund 9,9 Mrd. EUR. Die Fälligkeiten belaufen sich auf 10,45 Mrd. EUR, so dass sich ein kleines Nettoangebot von 0,55 Mrd. EUR ergibt.

Unicredit mit größtem Emissionsvolumen Volumen

OBG-Emissionsvolumen 2023 nach Emittenten, in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg Helaba Research & Advisory, Stand:24.11.2023

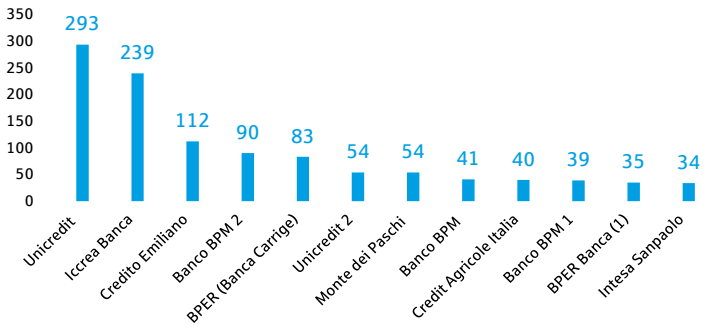
Hohe Überdeckungsquoten (OC) und hoher Anteil von Wohnimmobilienkrediten

Alle italienischen Covered Bond-Emittenten haben sich vertraglich verpflichtet, eine Mindestüberdeckungsquote von 7,5 % zu halten. Einige Emittenten gehen sogar darüber hinaus. Die verfügbare Überdeckung per Ende Q2 2023 fällt mit einer Bandbreite von 34 bis 293 % deutlich üppiger aus.

Diese hohen Überdeckungsquoten sind insbesondere vor dem Hintergrund des mit 92 % sehr hohen Anteils von Wohnimmobilienkrediten in den Deckungsmassen positiv zu bewerten. So fällt die Ausfallwahrscheinlichkeit wohnwirtschaftlicher Hypothekendarlehen bekanntlich geringer als die gewerblicher Immobilienkredite aus, was sich positiv auf die rechnerisch erwarteten Kreditverluste und damit auf die Überdeckungshöhe auswirkt. Der Rechtsrahmen erlaubt eine Beleihungsgrenze von 80 % für wohnwirtschaftliche Finanzierungen (60 % für gewerbliche Finanzierungen), die durchschnittlichen indexierten Beleihungsausläufe in den italienischen Deckungsmassen liegen jedoch deutlich darunter. Bei einer Stichprobe von 10 Emittenten lag dieser Durchschnitt bei sehr guten 49,7 %

Überdeckung meist sehr auskömmlich

Überdeckungsquote in %, gerundet

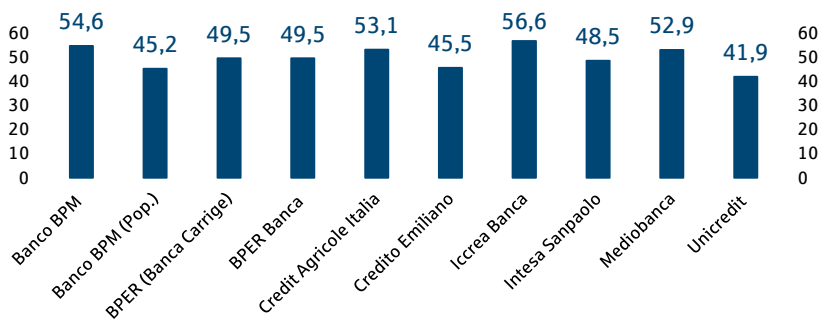


Quellen: Emittentenwebsites, Moody's, Helaba Research & Advisory, Stand Q2, 2023

Grundlage für die **LTV-Berechnung** ist laut **Moody's** der Marktwert einer Immobilie. In der Praxis führen die Banken bei Wohnimmobilienkrediten in der Regel eine Vor-Ort-Bewertung bei Aufnahme der Hypothek durch und aktualisieren die Immobilienbewertung jährlich anhand einer statistischen Methodik. Hinsichtlich der Bewertung des auf den Garantiegeber übertragenen Deckungsstocks verlangt die **Banca d'Italia (BoI)**, dass eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft die Bewertung der Vermögenswerte beurteilt und bescheinigt, dass die angewandten Bewertungskriterien mit denen übereinstimmen, die für den Zedenten bei der Erstellung seines Jahresabschlusses entsprechen. Letztlich wird die Beurteilung der Deckungsstockaktiva größtenteils auf der Grundlage des allgemeinen Bewertungsmodells der Bank erfolgen, das zuvor mit der BoI vereinbart wurde. Die BoI verlangt außerdem, dass die Risikomanagementstrukturen des Emittenten mindestens einmal alle sechs Monate überprüft werden.

Im Durchschnitt niedrige Beleihungsausläufe

Indexierter Beleihungsauslauf in %



Stand: 6. September 2023
Quellen: Emittentenwebsites, Moody's, Helaba Research & Advisory

Keine Pflicht: Herausnahme notleidender Kredite (NPLs) aus dem Deckungspool

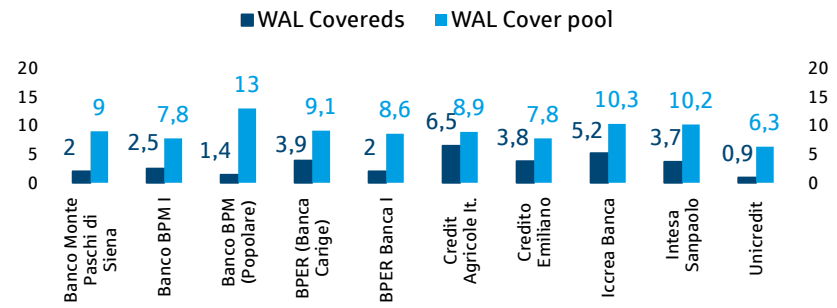
Zwar schreibt das Gesetz nicht vor, dass notleidende Hypothekarkredite aus dem Deckungsstock entfernt werden müssen. Gleichwohl werden in der Praxis diese seit über 90 Tagen zahlungsgestörte Kredite teilweise aus der Berechnung der vertraglichen Überdeckung herausgenommen. Hypothekenkredite, die mehr als 180 Tage in Verzug sind, werden vor einem Ausfall des Emittenten vollständig und danach teilweise aus den vertraglichen Tests ausgeschlossen.

Differenz zwischen Zinsarten und Fristeninkongruenz teilweise sehr deutlich ausgeprägt – Währungsrisiken kaum existent

Unterschiedliche Zinsarten bei Deckungswerten und italienischen Covered Bonds sind nicht unüblich. So liegt der durchschnittliche Anteil der festverzinslichen Papiere der von uns an dieser Stelle betrachteten Covered Bonds bei 81 % (die Range reicht von 52 % bis 100 %). Hingegen fällt der Anteil der festverzinslichen Deckungswerte bei einem Mittelwert von 59 % (die Range reicht von 38 % bis 73 %) teils deutlich geringer aus. Angesichts der vorhandenen Diskrepanz können sich Zinsänderungsrisiken ergeben, zumal der variabel verzinste Hypothekenanteil bei einigen Instituten vergleichsweise gering ausfällt.

Fristeninkongruenzen teils deutlich ausgeprägt

Jahre, ausgewählte Werte



* WAL = durchschnittlich gewichtete Laufzeit, Stand Q3, 2023

Quellen: Emittenwebsites, Moody's, Helaba Research & Advisory

Mit einer durchschnittlich gewichteten Restlaufzeit der hypothekarischen Deckungsmasse von 9,1 Jahren und der Covered Bonds von 3,2 Jahren weisen Aktiva und Passiva eine hohe Fristeninkongruenz auf. Zulässige Vermögenswerte von OBGs sind auf den EWR und die Schweiz begrenzt - Währungsrisiken spielen deshalb kaum eine Rolle. Im Vergleich zu deutschen Pfandbriefen überrascht es nicht, dass die Marktrisikobewertung von OBGs durch Moody`s mit durchschnittlich **16,4 % vs. 9,6 %** bei deutschen Pfandbriefen höher ausfällt. Diese von der Agentur ermittelten Marktrisiken ergeben sich aus dem Refinanzierungsrisiko falls Mittel gegen den Deckungsstock aufgenommen werden müssen, und allen Zins- und Währungsrisiken, denen der Deckungsstock ausgesetzt ist.

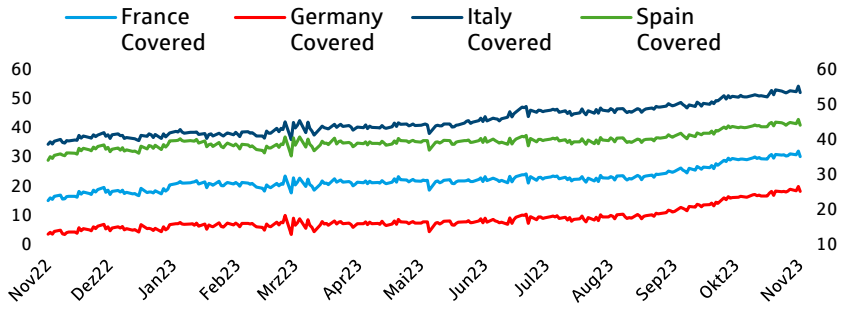
In Italien wirken sich Zinserhöhungen aufgrund des relativ hohen Anteils variabel verzinslicher Hypothekendarlehen in den Deckungsmassen stärker aus als in Deutschland. Risikomindernd wirken die hierzulande im Durchschnitt höheren Emittenten-Referenzpuffer.

Risikoprämien nach Ende der EZB-Ankäufe wieder mehr von Covered Bond Ratings geprägt

Obwohl Covered Bonds als Instrumente mit doppeltem Rückgriff zu den sichersten Anlagen zählen, werden die Risiken nach Emittenten und Ländern unterschiedlich gewichtet, was insbesondere bei der Spread-Entwicklung zum Ausdruck kommt. Nach einer deutlichen Ausweitung der Spread-Differenz zwischen deutschen Pfandbriefen und den italienischen OBGs seit Ende April 2022 beträgt der Abstand zuletzt kontinuierlich rund 35 Bps. Potenzial für eine Verringerung der Spread-Differenz ist u. E. nicht vorhanden. Der fehlende Support durch die EZB-Ankäufe und die gegenüber den Bonitätsnoten der Covered Bonds aus den Kernländern niedrigeren Covered Bond-Ratings wirken limitierend.

Italienische OBGs: Spreadausweitung hält an

ASW / Iboxx Covereds



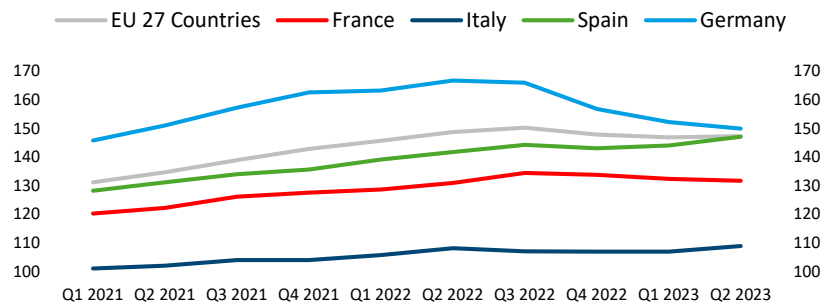
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Italiens Immobilienmarkt – Leichter Aufwärtstrend setzt sich fort

Der italienische Immobilienmarkt befindet sich seit dem 3.Quartal 2020 in einem leichten Aufwärtstrend und das Wachstum wird laut Schätzungen von Scenari Immobiliari auch in 2023 anhalten, wenn auch langsamer als noch in 2022. Demnach könnten der Umsatz von Wohntransaktionen im Vergleich zum Vorjahr um 6,5 % steigen und rund 148 Mrd. EUR erreichen. Damit wäre Italien nach Deutschland der zweitgrößte Immobilienmarkt in Europa. Der Durchschnittspreis pro Quadratmeter wird im Vergleich zu 2022 voraussichtlich um 2 % steigen. Die Wachstumsaussichten fallen jedoch weder im gesamten Land noch bei den unterschiedlichen Immobilientypen gleichmäßig aus. So wird beispielsweise für Ligurien, die Toskana, Umbrien und Sardinien ein höheres Preiswachstum als im Landesdurchschnitt erwartet. Der während der Corona-Pandemie begonnene Trend, dass Immobilien mit Außenbereichen wie Gärten, Terrassen oder Balkonen gefragter sind als solche ohne, ebenso wie Immobilien in ländlichen Gebieten oder Kleinstädten, die mehr Ruhe und Natur bieten, wird sich wahrscheinlich auch durch die Möglichkeiten des Homeoffice, fortsetzen.

Hauspreisindexes: Italien holt etwas auf

Indexpunkte / 2015 = 100



Quellen: Eurostat, Helaba Research & Advisory, Stand: Q2, 2023

Die italienischen Immobilienpreise dürften in Zukunft relativ stabil bleiben, zumal der Immobilienmarkt Italiens, trotz steigender Zinssätze und dem eingetrübten wirtschaftlichen Umfeld von einer hohen 74 %-Quote an Wohneigentumsbesitzern und einer im europäischen Vergleich geringen Verschuldung der privaten Haushalte, profitiert. Letzteres sollte dazu beitragen, dass die Kosten für Hypotheken trotz steigender Zinsen mehrheitlich getragen werden können.

Kaum Folgen für Covered Bonds durch Überschwemmungen

Die schweren Überschwemmungen im Mai in der norditalienischen Region Emilia Romagna haben kaum Auswirkungen auf die italienischen Covered Bond-Programme, zumal das Engagement in den von den Überschwemmungen am stärksten betroffenen Gebieten begrenzt ist.

Grundsätzlich begrenzt die geografische Streuung der Anlageportfolios die Auswirkungen erhöhter Verluste in von Naturkatastrophen betroffenen Gebieten. Insgesamt machen die Immobilien in der Region durchschnittlich etwa 6 % des ausstehenden Saldos der Wohnhypothekenportfolios aus. Dies entspricht in etwa dem Anteil der Region an der Gesamtbevölkerung Italiens.

Der italienische Gesetzesrahmen

OBG-Emittenten sind in der Regel große Universalbanken

Nur Banken können Covered Bonds emittieren und Vermögenswerte zur Abdeckung von Pools übertragen. Der Emittent oder ein mit dem Emittenten konzernverbundenes Unternehmen, ist in der Regel das kreditvergebende Institut. Der Emittent begibt OBG-Covered Bonds auf der eigenen Bilanz und überträgt die Vermögenswerte des Deckungsstocks durch Abtretung an ein Unternehmen, das als Garantiegeber fungiert. Die Vertragsdokumentation stellt sicher, dass die übertragenen Vermögenswerte ordnungsgemäß gekennzeichnet werden.

Der **Garantiegeber** ist eine spezialisierte Einrichtung, eine sogenannte Zweckgesellschaft, die die Vermögenswerte des Deckungsstocks im Wege eines nachrangigen Darlehens von der Emittentin erwirbt und den Inhabern der OBG und bestimmten anderen gesicherten Gläubigern (einschließlich Swap-Kontrahenten) eine Garantie in Höhe der Deckungswerte gewährt. Das Gesetz sieht vor, dass dieses Darlehen gegenüber den Zahlungen auf die gedeckten Schuldverschreibungen und anderen vorrangigen Verbindlichkeiten nachrangig ist.

Die Garantie ist unwiderruflich, unbedingt auf erstes Anfordern unbedingt und unabhängig gegenüber dem Emittenten autonom. Darüber hinaus müssen die Anleihegläubiger einen Vertreter (**Representative of Noteholders - RoN**) ernennen, der in ihrem Namen und im besten Interesse der Inhaber der OBG und anderer vorrangiger Gläubiger handelt. Der RoN ist dafür verantwortlich, die Interessen der Gläubiger zu überwachen und sicherzustellen, dass der Garant den Deckungsstock durch Dritte, wie z.B. Servicer oder Cash Manager, effektiv verwaltet, um die Zahlungen unter dem OBG zu erfüllen. Der RoN ist berechtigt, im Namen des Garantiegebers: 1) den Deckungsstock teilweise zu veräußern oder zu liquidieren, 2) sicherzustellen, dass der Deckungsstock effektiv und in Übereinstimmung mit dem Gesetz verwaltet wird, 3) eine unbesicherte Forderung gegen den Emittenten anzumelden und 4) Derivateverträge abzuschließen.

Darüber hinaus schreibt das Gesetz einen **unabhängigen** Treuhänder vor. Zwischen allen an einer Emission Beteiligten werden häufig vertragliche Vereinbarungen getroffen, die über die strengen gesetzlichen Anforderungen hinausgehen. So hat der Garantiegeber in der Regel einen Vertrag mit dem Emittenten über die Verwaltung der Deckungsstockaktiva.

Trennung der Deckungsmasse durch Nutzung einer Zweckgesellschaft (SPV)

Eine Stärke des „Modells“ ist die ex-ante-erforderliche Ausgliederung der Deckungsmasse in eine eigene rechtliche Einheit. Andere Pfandbriefsysteme, wie z.B. das Universalbankensystem, das in Deutschland, Spanien, Portugal und anderen Ländern für Covered Bonds verwendet wird, haben demgegenüber sogar einen systemischen Nachteil.

Fällt der Emittent aus, ist der Garant verpflichtet, die pünktliche Auszahlung an die Investoren zu gewährleisten. Darüber hinaus haben die Covered Bond Investoren einen Anspruch auf das allgemeine Insolvenzverfahren des Emittenten. Die Insolvenz der Emittentin führt nicht unmittelbar zur Fälligstellung der Covered Bonds. Eine Fälligstellung ist nur für den Fall vorgesehen, dass der Garant, z.B. nach einer Zahlung an die Pfandbriefinhaber ausfällt oder der Wert des Deckungsstocks unter den Nennbetrag der ausstehenden Pfandbriefe sinkt, d.h. der Amortisationstest nicht bestanden wird.

Herausforderungen des SPV-Modells

Eine typische Herausforderung des in Italien angewandten Modells besteht darin, dass die Zweckgesellschaft keine Bank ist. Das gilt insbesondere, da sich die Generierung von Liquidität in einem Post-Insolvenz-Szenario (wenn der Deckungspool statisch wird) sehr komplex ist und eine Bank im Gegensatz zu einem SPV die Hilfe der Zentralbank in Anspruch nehmen könnte, um das Problem zu lösen.

Die meisten italienischen Emittenten machen von der Möglichkeit Gebrauch, die Endfälligkeit in der Regel um 12 Monate (**Soft Bullet**) zu verschieben um mögliche Liquiditätsprobleme zu vermeiden.

Emittenten wie die **BMPS** und **UniCredit** (eingeschränkt), haben sich in der Vergangenheit für eine **CPT**-Struktur (Conditional pass-through) entschieden. Bei Anleihen, mit einer CPT-Struktur, kann der ursprüngliche Rückzahlungstermin deutlich nach hinten verschoben und das Refinanzierungsrisiko auf ein Minimum reduziert werden. Ausstehende Covered Bond-Emissionen werden nach Auslösung der CPT-Struktur zum einen aus den Zuflüssen der Deckungswerte und zum anderen aus dem Verkauf von Vermögenswerten getilgt, sofern diese zu adäquaten Marktpreisen veräußert werden können. Der Zeitpunkt zu dem die Investoren mit einer Bedienung der ausstehenden Forderungen rechnen können, kann im Voraus nicht bestimmt werden.

Umsetzung der EU Covered Bond Richtlinie abgeschlossen

Die Grundlage für die Emission von OBGs wurde vom italienischen Gesetzgeber im Mai 2005 geschaffen, indem eine neue Verordnung (Gesetz Nr. 80/2005) erlassen und zwei Artikel in das bestehende italienische Verbriefungsgesetz (Gesetz Nr. 130/99) über gedeckte Schuldverschreibungen eingefügt wurden.

Am 31. März 2023 hat Italien Änderungen seines Rechtsrahmens für gedeckte Schuldverschreibungen in Kraft gesetzt und damit die Umsetzung der EU Covered Bond Directive (CBD) abgeschlossen. Zusammen mit den zuvor verabschiedeten Änderungen des Primärrechts sind die aktuellen Änderungen nach Ansicht der Ratingagentur Moody's positiv für italienische Covered Bonds, da sie den Rechtsrahmen verbessern. Die Emittenten profitieren von der Verabschiedung der neuen Rechtsgrundlage, zumal die Emission von Covered Bonds über die für sie wichtige Finanzierungsquelle wieder möglich ist.

Der neue Rechtsrahmen legt unter anderem Aufsichtsstandards für Covered Bonds, Mindestanforderungen an die Bonität von Swap-Kontrahenten und die Verpflichtung, Liquidität für die nächsten 180 Tage in Höhe der kumulierten Nettoabflüsse vorzuhalten. Die Berechnung des 180-Tage-Liquiditätserfordernisses folgt im Wesentlichen der CBD, die eine „jederzeitige" Erfüllung der Liquiditätsanforderungen verlangt. Im Gegensatz zum Pfandbriefgesetz wird bei der Ermittlung des Liquiditätsbedarfs auf die verlängerte Laufzeit (und nicht auf die ursprüngliche Laufzeit) abgestellt, was im Ergebnis zu einer geringeren Liquiditätsreserve bei Soft-Bullet-Anleihen im Vergleich zu Pfandbriefen führen kann.

Welche Vermögenswerte sind zulässig?

In den Deckungsstöcken der OBG Covered Bond Programme sind private und gewerbliche Hypothekendarlehen, Vermögenswerte des öffentlichen Sektors und andere gemäß Art. 129 der Capital Requirement Regulation (CRR) definierte Vermögenswerte zugelassen. Darüber hinaus enthält das Gesetz eine regionale Beschränkung. So dürfen nur Deckungswerte aus dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) und der Schweiz in die Deckungsmasse aufgenommen werden. Währungsrisiken bestehen damit praktisch nicht oder nur in sehr geringem Umfang bei kleinen CHF-Engagements. Die gesetzliche Deckungsprüfung verlangt eine Deckung sowohl auf Nominal- als auch auf Barwertbasis (NPV), die vertragliche Deckungsprüfung sieht zusätzliche Anforderungen vor. Der Verkauf von Deckungsstöcken ist nach einem Ausfall des Emittenten nicht eingeschränkt.

Keine verbindliche Regelung für Übersicherung / Vertragliche Regelungen vorhanden

Die Änderungen des italienischen Rechtsrahmens enthalten keine verbindliche Mindestanforderung an die Überdeckung (OC), was als Schwachpunkt des italienischen Covered Bond-Gesetzes angesehen werden kann. Italienische Emittenten müssen jedoch eine Mindestüberdeckung von 5 % aufweisen, wenn ihre Covered Bonds für das „Premium"-Label für europäische Covered Bonds gemäß Artikel 129 der Capital Requirements Regulation (CRR) qualifizieren sollen.

Insgesamt haben sich alle italienischen Covered Bond-Emittenten vertraglich verpflichtet, eine Mindestüberdeckung von 7,5 % zu halten. Bestehende Covered Bond Emittenten müssen keine neue Genehmigung der Banca d'Italia (BdI) einholen, um Covered Bonds nach dem neuen Rechtsrahmen emittieren zu können. Die Emittenten müssen jedoch vor der Emission neuer Covered Bonds sicherstellen, dass diese dem neuen Gesetz entsprechen und der BdI entsprechende Unterlagen vorlegen. Emittenten müssen die BdI mindestens 30 Tage vor der ersten Emission unter den neuen Regeln informieren.

Covered Bonds sind ein systemrelevantes Finanzierungsinstrument für italienische Banken und einer der einfachsten Kanäle für den Zugang zu den Kapitalmärkten, auch in Zeiten volatiler Märkte. Nachdem die italienischen Banken zwischen Mitte 2022 und Juni 2023 keine gedeckten Schuldverschreibungen mehr emittiert hatten, war die Möglichkeit der Wiederaufnahme der Emission von Covered Bonds für die Banken angesichts der Wichtigkeit dieser Finanzierungsquelle von großer Bedeutung. Dies gilt umso mehr, als die Banken ihre Abhängigkeit von der Finanzierung durch die Europäische Zentralbank verringern müssen.

Umgang mit Derivatepositionen im Insolvenzfall

In den meisten Ländern ist es üblich, dass im Insolvenzfall des Emittenten die **Derivatepositionen** im Deckungspool nicht verfallen und weiterhin zur Bedienung der Covered Bonds zur Verfügung stehen.
Die Derivate sind weiterhin gleichrangig mit anderen gedeckten Schuldverschreibungen. Die CBD sorgt für Klarheit und hat den ursprünglich freiwilligen „counterparty replacement mechanism" (Gegenpartei-Ersatzmechanismus) nun verbindlich festgeschrieben. Im Gegensatz zu den meisten europäischen Ländern, in denen die Gegenparteien von Derivaten ein Rating von Single A minus aufweisen müssen, erlaubt der italienische Gesetzgeber Derivate von Gegenparteien mit einem Rating von 3 (BBB-), sofern die Derivate ein Volumen von bis zu 8 % des Nominalbetrags der ausstehenden gedeckten Schuldverschreibungen des Emissionsinstituts nicht überschreiten.

Transparenz – Deckungsstock-Update mindestens vierteljährlich

Der italienische Rechtsrahmen sieht nun eine obligatorische Offenlegung des Deckungsstocks vor, die mindestens vierteljährlich auf der Website des Emittenten veröffentlicht werden muss. Die geforderten Informationen müssen den Mindestanforderungen der EU-Kapitaladäquanzverordnung (CRR) entsprechen.



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:
https://news.helaba.de/research/

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Sabrina Miehs
Corporate Research & Advisory

Verantwortlich:
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
T +49 69 / 91 32 - 2024
Internet: **www.helaba.com**

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.