

Novità e sviluppi normativi in tema di vigilanza italiana e ibridi previsti da Basilea III

di GIOVANNI STEFANIN*

Obiettivo del presente lavoro è mettere in luce le caratteristiche di quei particolari strumenti finanziari che vengono definiti come strumenti ibridi di capitale; a certe condizioni, ed entro determinati limiti quantitativi, essi possono essere inclusi nel patrimonio di vigilanza delle banche. In particolare, verranno esaminate le novità recentemente introdotte nel nostro

ordinamento in tema di strumenti ibridi di capitale nonché quelle adottate dal Comitato di Basilea nell'ambito del progetto di riforma denominato "Basilea III". Infine, verrà data testimonianza della sempre più incisiva presenza, sul mercato finanziario, di una peculiare categoria di strumenti ibridi "convertibili" (i c.d. "Coco Bond").

1. Le attuali caratteristiche degli strumenti ibridi di patrimonializzazione nella normativa di vigilanza italiana

Giuridicamente, gli "ibridi di capitale" sono strumenti finanziari che rappresentano una sorta di *mixtum compositum* tra l'azione e l'obbligazione, avendo per certi versi talune caratteristiche del capitale di rischio e per altri del capitale di debito¹. Tralasciando l'analisi relativa all'esatta qualificazione giuridica di detti strumenti – compito che esulerebbe dall'obiettivo del presente lavoro – è opportuno segnalare come essi siano riconducibili, in ultima analisi, alla categoria dei titoli di debito²; essi vengono dunque emessi dalle banche sottoforma di obbligazioni³.

Le ragioni per cui le banche negli ultimi anni sono ricorse a tali tipologie di strumenti sono da individuare in primo luogo nella possibilità di computarli nel patrimonio di vigilanza, incrementandolo, senza necessità di dover ricorrere ad aumenti di capitale che potrebbero determinare degli effetti diluitivi per gli azionisti stabili; inoltre, l'emissione degli ibri-

* Si ringrazia per la collaborazione il dott. FRANCESCO DELLA SCALA.

¹ Per un più preciso inquadramento giuridico degli strumenti ibridi si vedano, tra gli altri: C. CINCOTTI – F. NIEDDU ARRICA, *Le preferred shares nel diritto italiano: proprietà della società per azioni e strumenti finanziari ibridi*, in *Giur. comm.*, 2003, II, 675 ss.; S. BONFATTI, *Prestiti da soci, finanziamenti infragruppo e strumenti ibridi di capitale*, in *Il rapporto banca-impresa nel nuovo diritto societario*, Milano, 2004, 255 ss.; L. ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi" in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2005, 2, 166. M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 433 ss.

Per quanto riguarda poi espressamente le caratteristiche generali dei titoli ibridi emessi dalle banche vedi: F. DAGNINO, *"Capitale versato e strumenti innovativi di capitale nella disciplina di vigilanza delle banche italiane: il principio della prevalenza della sostanza sulla forma"*, in *Banca impresa società*, 2009, n. 3, 435 ss.; E. CUSA, *Gli strumenti ibridi delle banche*, in *Banca impresa società*, 2010, 1, 81 ss.; D. LA LICATA, *La struttura finanziaria della società per azioni bancaria: patrimonio, patrimonio netto, patrimonio di vigilanza*, Torino, 2008, 135 ss.

² Si veda, tra gli altri, E. CUSA, *Gli strumenti ibridi delle banche*, cit., 91 ss.

³ I principali spunto di riferimento a livello legislativo per le obbligazioni e gli strumenti finanziari ibridi delle banche sono contenute nell'art. 12 d.lgs. 385/1993 (Testo Unico Bancario).

di è assai più agevole di quella di azioni anche dal punto di vista dell'organo competente, ossia, nel caso di obbligazioni, quello amministrativo.

Le regole emanate in sede di Comitato di Basilea⁴, di cui i cosiddetti "Accordi di Basilea" rappresentano gli esiti più celebri⁵, permettono dunque di computare gli strumenti ibridi nel patrimonio di vigilanza delle banche, che ai fini della loro operatività e in conformità al principio della "sana e prudente gestione" deve essere sempre pari ad almeno un determinato ammontare da calcolarsi in funzione del rapporto tra il patrimonio stesso e l'attivo ponderato per i rischi legati all'operatività della banca, così come previsti dalle regole di Primo Pilastro di Basilea II⁶. Più precisamente, la normativa regolamentare prevede che il rapporto tra il patrimonio di vigilanza e l'attivo ponderato della banca sia almeno pari all'8%: pertanto, il patrimonio deve essere sempre idoneo, in relazione all'ammontare dell'attivo ponderato, a soddisfare tale criterio.

Le disposizioni specifiche che caratterizzano in Italia la disciplina degli strumenti ibridi delle banche sono contenute nelle "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale" (Titolo I, Capitolo II)⁷. Tale normativa è stata emanata in attuazione della direttiva 2006/48/CE (meglio nota come "Capital Requirement Directive", o "CRD"), recentemente modificata in maniera significativa dalla direttiva 2009/111/CE ("CRD2")⁸. Le origini di tale intervento risiedono nel fatto che la CRD risultava alquanto lacunosa in materia di ibridi e tale situazione aveva comportato la nascita di prassi assai divergenti da Stato a Stato. Difatti, se da un lato vi erano Stati che contemplavano soglie piuttosto stringenti di computabilità degli ibridi (quali ad esempio l'Italia), d'altro lato vi erano Stati che, invece, prevedevano regole più permissive, determinando sostanzialmente uno squilibrio competitivo tra gli operatori bancari a livello europeo.

All'interno della normativa regolamentare italiana, gli ibridi possono essere computati in tutti e tre i livelli su cui si articola – o meglio, su cui continuerà ad articolarsi fino al recepimento delle novità introdotte da Basilea III – il patrimonio di vigilanza delle banche e precisamente: (i) patrimonio di base ("Tier I"), composto dagli elementi di più elevata qualità patrimoniale⁹ (tra le poste positive, principalmente, rinveniamo il capitale sociale versato e le riserve, oltre agli strumenti ibridi di cui subito diremo); (ii) patrimonio supplementare ("Tier II"), all'interno del quale tra l'altro rientrano, principalmente, le riserve da valutazione, le plusvalenze nette su partecipazioni, e altri strumenti ibridi di patrimonializzazione; (iii) patrimonio di terzo livello ("Tier III"), composto dalle passività subordinate utili a far fronte al solo rischio di mercato.

⁴ Il Comitato di Basilea per la supervisione bancaria, composto dai governatori delle banche centrali nazionali e dai rappresentanti delle autorità di vigilanza dei paesi del G-10, è organo di cooperazione internazionale; esso è stato istituito, nel 1974, in seno alla Banca dei Regolamenti Internazionali.

⁵ Primo storico "Accordo sul capitale", cosiddetto "Basilea I", fu emanato nel luglio del 1988. Ad esso – emendato dapprima nel 1996 per introdurre nel sistema di Basilea I il rischio di mercato – ha fatto seguito nel 2004 il "Nuovo Accordo sul capitale" (meglio noto come "Basilea II"); il sistema è tuttora in transizione verso un nuovo schema di regolamentazione internazionale, c.d. "Basilea III".

⁶ I tre pilastri su cui si fonda l'architettura di Basilea II (e sui quali sarà improntata anche Basilea III) sono i seguenti: Primo Pilastro (requisiti patrimoniali minimi); Secondo Pilastro (procedimento di controllo prudenziale); e Terzo Pilastro (informativa di mercato).

⁷ Circolare 263 del 27 dicembre 2006 di Banca d'Italia. Il testo completo e aggiornato delle Nuove disposizioni è reperibile sul sito di Banca d'Italia al seguente indirizzo: http://www.bancaditalia.it/vigilanza/banche/normativa/disposizioni/vigprud/Circolare_263_2006.pdf.

⁸ Si vedano inoltre le linee guida elaborate dal CEBS (oggi European Banking Authority, EBA), in particolare: CEBS, *Report on a quantitative analysis of the characteristics of hybrid in the European Economic Area (EEA)*, marzo 2007; CEBS, *Implementation Guidelines for Hybrid Capital Instruments*, dicembre 2009.

⁹ Quando ci si riferisce alla "patrimonialità" delle risorse computabili ai fini del rispetto della normativa di vigilanza prudenziale si allude alla circostanza per cui gli strumenti assommano in maniera combinata le seguenti caratteristiche: stabilità, flessibilità nella remunerazione finanziaria, capacità di fronteggiare le perdite.

Per quanto riguarda il Tier I, oggi possono essere computati al proprio interno due tipologie di strumenti: gli “strumenti innovativi di capitale” e gli “strumenti non innovativi di capitale”. La differenza tra le due tipologie risiede nella circostanza che soltanto i primi presentano clausole di incentivo al rimborso anticipato (clausole c.d. di step-up o similari)¹⁰. Ai fini della computabilità nel Tier I – segnalò che i relativi limiti sono stati recentemente aggiornati¹¹ – occorre che tali strumenti rispettino alcune stringenti caratteristiche, le quali devono essere tutte congiuntamente soddisfatte. Talune permangono invariate rispetto alle disposizioni antecedenti al suddetto aggiornamento, mentre altre sono state introdotte ex novo.

Restano invariate le seguenti caratteristiche: emissione da parte di banche o intermediari finanziari comunitari o di paesi appartenenti al G-10; non cumulabilità degli interessi (qualora essi non siano pagati, il diritto alla remunerazione è perso definitivamente); in caso di liquidazione, privilegio rispetto ai detentori delle azioni ma subordinazione rispetto a tutti gli altri creditori; qualora l'emissione avvenga tramite una controllata estera, necessità di un apposito contratto che determini il trasferimento delle somme raccolte dalla banca a condizioni analoghe a quelle previste per l'emissione.

Viceversa, l'aggiornamento del dicembre 2010 ha introdotto alcune ulteriori caratteristiche che gli ibridi di Tier I devono possedere, differenti (o talora parzialmente differenti) rispetto a quelle previgenti, e precisamente:

- gli ibridi di Tier I possono essere alternativamente irredimibili (ossia senza scadenza) ovvero contemplare una scadenza, comunque non inferiore a 30 anni. L'eventuale facoltà di rimborso da parte dell'emittente non può essere prevista prima che siano trascorsi 5 anni (prima dell'aggiornamento il limite minimo era di 10 anni). Nel solo caso, poi, in cui i titoli siano irredimibili, non possono essere previsti incentivi al rimborso anticipato (per mezzo di clausole come quelle di step-up) prima che siano trascorsi 10 anni dalla data di emissione (limite è volto a scongiurare che le clausole di step-up possano arrecare pregiudizio alla disponibilità di risorse da parte della banca);
- devono contenere: (i) la possibilità per l'emittente di non corrispondere gli interessi ai detentori di tali titoli se necessario in relazione alla propria situazione finanziaria e di

¹⁰ Si veda la definizione di “incentivi al rimborso anticipato” offerta dalle Nuove disposizioni di vigilanza: sono tali le “clausole contrattuali suscettibili di ingenerare nei detentori l'aspettativa che lo strumento verrà rimborsato dall'emittente alla data di esercizio dell'opzione di rimborso anticipato dello strumento stesso (c.d. call date). Sono considerati incentivi al rimborso anticipato le clausole che, in caso di mancato esercizio dell'opzione call, alternativamente: a) determinino la revisione automatica del tasso di remunerazione di tipo “step up”. L'ammontare dello step-up non può eccedere, alternativamente, i 100 punti base oppure il 50 per cento dello spread rispetto alla base di riferimento, al netto del differenziale tra la base di riferimento iniziale e quella sulla quale si calcola l'aumento di tasso; b) comportino il rimborso del capitale attraverso la consegna di azioni della banca (c.d. principal stock settlement). I meccanismi di principal stock settlement devono prevedere un limite al rapporto di conversione in azioni al momento del rimborso non superiore al 150% del valore delle azioni al momento dell'emissione (cap) (3); c) possano esercitare sull'emittente una pressione, economica o reputazionale, ad esercitare l'opzione di rimborso anticipato dello strumento di capitale”.

¹¹ Per quanto riguarda i limiti di computabilità, notiamo che prima del recente aggiornamento gli strumenti ibridi potevano essere ivi computati entro il limite generale del 20% del patrimonio di base (con un sottolimito del 15% in caso di strumenti provvisti di clausola di revisione automatica del tasso di remunerazione, c.d. *step-up*). La disciplina odierna si configura invece come segue:

- 1) gli “strumenti innovativi” e gli “strumenti non innovativi” che presentino scadenza contrattuale possono essere computati entro un limite del 15% del Tier I al lordo delle deduzioni;
- 2) fermo restando il limite di cui sopra, la somma degli ibridi non deve eccedere il 35% del Tier I al lordo delle deduzioni;
- 3) fermi i limiti ricordati, sono computabili fino al 50% del patrimonio di base al lordo delle deduzioni gli strumenti sprovvisti di clausola di *step-up* per i quali sia prevista la clausola di convertibilità in azioni:
 - (i) in via automatica, qualora per effetto di perdite il patrimonio di vigilanza scenda al di sotto dei minimi obbligatori;
 - (ii) su richiesta della Banca d'Italia, motivata in base alla situazione finanziaria e di solvibilità dell'emittente o del gruppo bancario di appartenenza.

È inoltre stato precisato che il fattore di conversione deve essere prefissato al momento dell'emissione e non deve essere prevista alcuna opzione di rimborso anticipato.

- solvibilità; (ii) il divieto di corrispondere gli interessi ai detentori dei titoli se per effetto di tale pagamento o di perdite il patrimonio di vigilanza scenda al di sotto del requisito patrimoniale complessivo o di quello più elevato; non devono però essere previste clausole che impediscano alla Banca d'Italia di vietare la corresponsione di interessi ai detentori dei titoli in relazione alla situazione finanziaria e di solvibilità dell'emittente;
- possono contenere clausole contrattuali che prevedono: (i) il divieto di pagare dividendi sugli strumenti di capitale per il periodo in cui l'emittente non corrisponde gli interessi su tali ibridi (clausole di dividend stopper); (ii) l'obbligo per l'emittente di pagare gli interessi sugli strumenti ibridi se nei tre mesi antecedenti il pagamento dei medesimi sono stati corrisposti interessi o dividendi su altri strumenti computabili nel patrimonio di base e aventi il medesimo grado di subordinazione o un grado di subordinazione maggiore (clausole di dividend pusher)¹²;
 - devono, in via generale, prevedere contrattualmente che le somme raccolte con l'emissione di titoli risultino nella piena disponibilità della banca attraverso meccanismi di assorbimento delle perdite quali, ad esempio, la conversione in azioni ordinarie o la svalutazione del loro valore nominale (sotto tale profilo, la normativa di vigilanza attuale appare già piuttosto in linea anche con le nuove regole di Basilea III, che spiegheremo nel prosieguo della trattazione). Il contratto deve prevedere esplicitamente la possibilità per l'emittente o la Banca d'Italia di attivare i predetti meccanismi di assorbimento delle perdite laddove ciò sia necessario; in ogni caso, il contratto deve prevedere l'attivazione automatica dei ricordati meccanismi qualora il requisito patrimoniale complessivo scenda al di sotto del 6%. Il contratto richiamato non deve, inoltre, prevedere clausole che impediscano alla Banca d'Italia di disporre l'attivazione dei meccanismi di assorbimento delle perdite in relazione alla situazione finanziaria e di solvibilità della banca.

Modificata in maniera non incisiva è, invece, la normativa attinente al Tier II. L'entità di tale aggregato patrimoniale può tuttora – fino a quando Basilea III verrà implementata – essere pari a quella del patrimonio di base. All'interno del Tier II troviamo essenzialmente le seguenti tipologie di strumenti di “quasi capitale”:

- 1) gli strumenti ibridi (“innovativi” o “non innovativi”) che non possono essere computati nel Tier I in quanto eccedenti i limiti di computabilità previsti per il patrimonio di base;
- 2) i c.d. “strumenti ibridi di patrimonializzazione”, ossia le passività irredimibili (ovvero non irredimibili ma con durata non inferiore a 10 anni) e di altri strumenti rimborsabili su richiesta dell'emittente con il preventivo consenso della Banca d'Italia. Tali strumenti devono rispettare le seguenti condizioni:
 - a) in caso di perdite di bilancio che determinino una diminuzione del capitale versato e delle riserve al di sotto del livello minimo di capitale previsto per l'autorizzazione all'attività bancaria, le somme rivenienti dalle suddette passività e dagli interessi maturati possano essere utilizzate per far fronte alle perdite, al fine di consentire all'ente emittente di continuare l'attività;

¹² È inoltre previsto che le clausole di *dividend pusher* non siano efficaci qualora: (i) per effetto di perdite il patrimonio di vigilanza scenda al di sotto del requisito patrimoniale complessivo o di quello più elevato imposto dalla Banca d'Italia o possa scendere al di sotto di tali soglie per effetto del pagamento degli interessi sui titoli; (ii) la Banca d'Italia vieti la corresponsione degli interessi in relazione alla situazione finanziaria e di solvibilità dell'ente; (iii) i dividendi siano stati pagati attraverso l'attribuzione di strumenti di capitale.

- b) in caso di andamenti negativi della gestione, possa essere sospeso il diritto alla remunerazione nella misura necessaria ad evitare o limitare il più possibile l'insorgere di perdite;
 - c) in caso di liquidazione dell'ente emittente, il debito deve poter essere rimborsato solo dopo che siano stati soddisfatti tutti gli altri creditori non ugualmente subordinati;
- 3) infine, le "passività subordinate di 2° livello", computabili entro limiti specificamente indicati (il 50% del Tier I al lordo delle deduzioni), le quali devono possedere le seguenti caratteristiche:
- a) in caso di liquidazione dell'emittente, il debito può essere rimborsato solo dopo che siano stati soddisfatti tutti gli altri creditori;
 - b) avere una durata di almeno 5 anni; qualora la scadenza sia indeterminata deve essere previsto per il rimborso un preavviso di almeno 5 anni;
 - c) il rimborso anticipato deve avvenire solo su iniziativa dell'emittente e deve essere prevista l'autorizzazione della Banca d'Italia.

Per nulla mutata è poi la disciplina del Tier III. Esso è composto dalle passività subordinate di secondo livello che eccedono i limiti di computabilità nel Tier II, e dalle "passività subordinate di terzo livello" utili a far fronte al solo rischio di mercato. Le principali caratteristiche di tali ibridi sono le seguenti: *i)* devono avere durata originaria pari o superiore a due anni; *ii)* qualora la scadenza sia indeterminata, deve essere previsto un preavviso per il rimborso di almeno 2 anni; *iii)* devono essere state interamente versate; *iv)* devono rispondere alle altre condizioni previste per le analoghe passività computabili nel patrimonio supplementare, ad eccezione di quelle concernenti la durata e la riduzione della computabilità negli anni precedenti la data di scadenza; *v)* devono essere, infine, soggette alla c.d. "clausola di immobilizzo", in base alla quale il capitale e gli interessi non possono essere rimborsati qualora il rimborso riduca l'ammontare complessivo dei fondi patrimoniali della banca a un livello inferiore al 100% del complesso dei requisiti patrimoniali.

2. Il trattamento degli strumenti ibridi nelle nuove regole di Basilea III

La crisi economica, che ha interessato in particolar modo il settore bancario, ha imposto la riscrittura delle regole attualmente vigenti in tema di patrimonializzazione delle banche, per mezzo del passaggio ad un nuovo sistema, Basilea III, il quale è stato predisposto al fine di colmare le lacune insite nell'Accordo sul capitale del 2004.

Nel dicembre 2009 il Comitato di Basilea¹³ ha dichiarato programmaticamente che le banche dovranno prestare maggiore attenzione alla qualità (più che alla quantità) degli asset computati nel patrimonio di vigilanza, al fine di scongiurare il rischio che tale quota di

¹³ L'inasprimento della disciplina del patrimonio di vigilanza è il primo dei 5 punti su cui si è focalizzata l'attenzione del Comitato di Basilea. I restanti sono i seguenti: contenimento del grado di leva finanziaria; previsione di misure volte ad arginare il fenomeno della prociclicità; maggior copertura dei rischi complessivi delle banche; previsione di specifici indicatori in relazione al rischio di liquidità. Su tali proposte si vedano i due documenti posti in consultazione nel dicembre 2009: Comitato di Basilea, *Strengthening the resilience of the banking sector*, 17 dicembre 2009 (reperibile su <http://www.bis.org/publ/bcbs164.pdf>) e Comitato di Basilea, *International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, 17 dicembre 2009, reperibile su <http://www.bis.org/publ/bcbs188.pdf>. Il contenuto dei documenti consultativi è stato il larga misura confermato, una volta terminata la consultazione, nel dicembre 2010: vedi Comitato di Basilea, *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking system*, 16 dicembre 2010, reperibile su <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>. Sulle nuove proposte di Basilea III vedi F. CANNATA - M. QUAGLIARELLO, *La riforma regolamentare proposta dal Comitato di Basilea: una visione d'insieme*, in *Bancaria*, 2010, 2, 14 ss.

patrimonio si venga a trovare di nuovo composta in buona parte da strumenti in larga misura illiquidi. È divenuto dunque necessario l'approntamento di nuove regole volte ad evitare che le banche continuino a detenere, in maniera significativa rispetto al capitale “puro”, strumenti che vedrebbero il loro valore grandemente deprezzato in presenza di una situazione di tensione dei mercati finanziari: a tanto mirano le nuove regole di Basilea III. Se dal punto di vista quantitativo Basilea III non impone stravolgimenti – il total capital requirement continuerà, infatti, a dover essere almeno pari ad una percentuale quantificata nell'8%, risultante dal rapporto tra il patrimonio di vigilanza (al numeratore) e l'attivo ponderato per i rischi di Primo Pilastro (al denominatore) – dal punto di vista qualitativo, invece, il nuovo sistema regolamentare segna un importante passo in avanti rispetto alle regole precedenti. Nelle logiche di Basilea III il patrimonio di vigilanza si verterà ad articolare su due soli livelli, Tier I e Tier II. Il patrimonio di terzo livello, composto da elementi troppo poco “patrimoniali”, quali le passività subordinate con scadenza inferiore ai 5 anni, è stato abolito. Inoltre, il Tier I e il Tier II non potranno continuare ad avere la stessa consistenza; il patrimonio di base dovrà essere almeno pari al 6% dell'entità in cui è quantificato l'attivo ponderato per i rischi di primo pilastro; la restante parte del Tier I, ossia il 2% dell'attivo ponderato, potrà essere costituita da strumenti computabili nel Tier II¹⁴.

Nel nuovo schema di regolamentazione, il Tier I si viene a sua volta ad articolare su due sottolivelli: il Core Tier I, il quale è composto dagli elementi in assoluto maggiormente patrimoniali, ossia azioni (“common equity”), e l'Additional Tier I, patrimonio addizionale “di primo livello”. Queste le rispettive percentuali minime: il Core Tier I dovrà essere almeno pari al 4,5% dell'attivo ponderato¹⁵, mentre l'Additional Tier I al 1,5%.

Gli strumenti ibridi possono essere inclusi tanto nell'Additional Tier I che nel Tier II. Gli strumenti che possono essere inclusi nel patrimonio di base addizionale devono rispettare una lunga serie di caratteristiche specificamente elencate dal Comitato di Basilea. Alcune di esse non sono eversive rispetto a quanto già previsto in passato ai fini dell'inclusione nel Tier I¹⁶; altre, invece, di nuovo conio, sono volte a rendere gli strumenti ibridi maggiormente “patrimoniali”: tali nuove caratteristiche comporteranno necessità di adeguamenti della normativa regolamentare italiana. Esse sono principalmente le seguenti:

- gli strumenti ibridi non potranno più prevedere clausole di rimborso anticipato (step-up) o altri incentivi di tal natura; tale ultima previsione è assai rilevante per il nostro ordinamento, ove clausole di incentivo al rimborso anticipato sono ammissibili, per i titoli senza scadenza, una volta decorsi 10 anni dall'emissione;
- ogni rimborso dovrà avvenire con la preventiva approvazione dell'autorità di vigilanza, senza che le banche ingenerino l'aspettativa che tale approvazione verrà rilasciata;

¹⁴ Si noti che è previsto un periodo piuttosto lungo di *grandfathering* che decorrerà dal gennaio 2013 (momento in cui entreranno in vigore le nuove regole patrimoniali) e il gennaio 2019, quando entreranno in vigore nella loro interezza le più stringenti regole di Basilea III. Pertanto, le banche potranno godere di un periodo di tempo sufficientemente adeguato per allinearsi ai nuovi requisiti patrimoniali.

¹⁵ Si tenga però presente che Basilea III richiede anche alle banche di accantonare un *capital conservation buffer*, ossia un cuscinetto patrimoniale che sia in grado di assorbire le perdite che fanno capo alle banche in caso di andamenti negativi del mercato. Complessivamente, a decorrere dal 2019, il *Core Tier I* dovrà consistere almeno nel 7% del rapporto tra il patrimonio di vigilanza e l'attivo ponderato per i rischi.

¹⁶ Talune caratteristiche, alle quali si era già adeguata la normativa regolamentare italiana, erano già contenute in un noto documento del Comitato di Basilea, c.d. *Sydney Press Release* (“*Instruments eligible for inclusion in Tier 1 capital*”), del 27 ottobre 1998, reperibile su <http://www.bis.org/press/p981027.htm>. Per mezzo di tale documento era stata per la prima volta espressamente stabilita la possibilità di computare tali strumenti, qualora in possesso di determinate caratteristiche ed entro specifiche soglie di computabilità.

- gli ibridi dovranno contenere piena discrezionalità nella remunerazione, in ordine alla possibilità di cancellare pagamenti;
- l'ibrido non deve essere ricollegato allo standing creditizio dell'emittente;
- la banca o una sua controllata non può né acquistare lo strumento ibrido né finanziarne la sottoscrizione;
- gli ibridi devono garantire l'assorbimento della perdite attraverso l'attivazione, alternativamente, di uno di seguenti due meccanismi (c.d. "bail-in"), qualora si raggiungano determinate soglie:
 - (i) la previsione di una clausola di conversione in azioni ordinarie;
 - (ii) un meccanismo di svalutazione in base al quale le perdite vengono sopportate anche dai possessori di tali strumenti¹⁷.
- non presentare caratteristiche che impediscano la ricapitalizzazione¹⁸.

Per quanto riguarda poi il Tier II, è necessario segnalare in primo luogo come Basilea III non preveda più la distinzione tra Upper Tier II (equivalente agli "strumenti ibridi di patrimonializzazione" presenti nella nostra normativa regolamentare) e Lower Tier II (composto da quegli ibridi qualificati nel nostro ordinamento come "passività subordinate di secondo livello"). Gli ibridi di Tier II dovranno partecipare in una certa misura della disciplina degli strumenti ibridi di Tier I. Queste le clausole in comune: essere emessi e interamente liberati; anch'essi dovranno rispettare il divieto di presentare clausole di step-up; non potranno essere sottoscritti dalla stessa banca o da società ad essa collegate. Diversamente da quelli di Tier I, gli ibridi di Tier II dovranno rispettare le seguenti condizioni: essere postergati ai soli creditori generali e ai depositanti; possibilità di prevedere una scadenza minima di almeno 5 anni (essi dovranno però continuare ad essere riconosciuti nel patrimonio di vigilanza per i cinque anni successivi alla scadenza); infine, è previsto che l'investitore non debba avere la facoltà di accelerare il rimborso dei pagamenti futuri in programma, ad eccezione dei casi di bancarotta e liquidazione¹⁹.

3. Strumenti finanziari "figli della crisi": i cosiddetti "Coco Bond"

Abbiamo già visto, prendendo in rassegna le caratteristiche che devono supportare i nuovi titoli ibridi, come essi debbano assicurare la previsione di meccanismi (c.d. "bail-in") per mezzo dei quali i relativi sottoscrittori vengano a sopportare le perdite, qualora si prefiguri un evento capace di mettere in pericolo la stabilità della banca. Il Comitato di Basilea ha ancor più recentemente specificato (nel gennaio 2011) tale requisito, stabilendo che tanto gli strumenti di Tier I diversi dalle common shares, quanto quelli di Tier II, dovranno prevedere una clausola in base alla quale le autorità nazionali competenti potranno decidere se svalutare tali strumenti ovvero convertirli in azioni ordinarie, qualora si prefiguri un trigger event. Tale evento scatenante è correlato, alternativamente, alla circostanza che si versi in uno dei seguenti casi: (i) qualora la svalutazione sia resa necessaria, come previsto dall'autorità competente; (ii) qualora sia necessaria la decisione di effettuare un'iniezione di capitale pubblico (o equivalente) senza il quale la banca non potrebbe più essere attiva. Il Comitato di Basilea ha infine specificato come qualunque pa-

¹⁷ Su tale aspetto torneremo *infra*, par. 3.

¹⁸ Per tale elencazione si veda Comitato di Basilea, *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking system*, cit., § 55 ("Criteria for the inclusion in Additional Tier I Capital").

¹⁹ Per l'elencazione dei requisiti necessari per gli ibridi di Tier II si veda Comitato di Basilea, *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking system*, cit., § 58 ("Criteria for the inclusion in Tier II Capital").

gamento ai soggetti interessati dalla svalutazione o dalla conversione dovrà essere fatto sottoforma di azioni ordinarie²⁰.

In ragione delle nuove regole in tema di convertibilità degli strumenti ibridi in azioni, discendenti dall'impianto di Basilea III, è opportuno, infine, dare testimonianza dell'attuale presenza sul mercato finanziario di una particolare categoria di strumenti finanziari ibridi, i c.d. Contingent Convertible Bond ("Coco Bond"). Caratteristica principale di tali ibridi è quella di prevedere una clausola di conversione in azioni, qualora si prefiguri un trigger event, individuato nell'eventualità che il coefficiente patrimoniale minimo previsto per il Tier I scenda al di sotto dei parametri indicati da Basilea III. Lo strumento non viene a tal punto dunque più computato nell'Additional Tier I, ma viene riclassificato all'interno del Core Tier I, alla stregua delle common shares.

Tanto dal punto di vista del soggetto che li sottoscrive, quanto dal punto di vista delle banche emittenti essi si presentano come uno strumento "a due facce". Dal punto di vista dei sottoscrittori – i quali saranno, per ora, essenzialmente banche e altri intermediari, data l'elevata complessità che li contraddistingue – gli strumenti in questione sono assai appetibili, in quanto essi vengono remunerati generalmente da rendimenti piuttosto elevati. I relativi sottoscrittori, tuttavia, corrono il rischio di vedere riqualificata la loro partecipazione da obbligazionaria in azionaria, perdendo il diritto a riscuotere i relativi interessi e venendo a partecipare concretamente al rischio d'impresa. Ne consegue che essi scontano di riflesso il rischio che, in presenza di una situazione che abbia reso necessario l'utilizzo di tale clausola, il valore delle azioni originatesi dalla conversione si riveli assai inferiore rispetto a quello antecedente l'insorgere del trigger event.

Dal punto di vista della banca emittente evidenziamo che essa da un lato viene automaticamente a ricapitalizzarsi in caso di perdite, che come sappiamo devono essere tanto gravi da condurre il Tier I della banca al di sotto di una certa soglia, dall'altro lato, viene a scontare il rischio che, al verificarsi della conversione dei Coco bond, si allarghi la base azionaria ad investitori istituzionali non graditi che nei casi più estremi potranno ambire ad influire sulla governance della banca. Inoltre, come anticipato, i Coco bond sono assai costosi per le banche, dovendo remunerare i sottoscrittori con tassi assai elevati (solitamente, intorno al 10%).

Nonostante i profili critici appena citati, i Coco bond stanno attualmente trovando ampia fortuna sul mercato finanziario dal momento che importanti gruppi bancari hanno già provveduto a porre in essere ingenti emissioni di questi nuovi ibridi²¹. Stando alle previsioni degli analisti, nei prossimi anni assisteremo a un numero assai ingente di emissioni di tale tipologia di strumenti, ai fini del rispetto dei severi requisiti imposti da Basilea III²².

La comparsa sul mercato finanziario dei Coco bond è stata salutata favorevolmente anche dai regulators internazionali: infatti, secondo voci molto autorevoli del panorama ban-

²⁰ Si veda Comitato di Basilea, *Basel Committee issues final elements of the reform to raise the quality of regulatory capital*, 13 gennaio 2011, reperibile su <http://www.bis.org/press/p110113.pdf>, che ha dettato regole complementari a quelle emanate nel dicembre 2010.

²¹ La prima grande emissione di tali titoli, in anticipo sulle regole di Basilea III, è stata quella posta in essere da Lloyds TBS, che ha collocato strumenti ibridi convertibili per un valore di 11,6 miliardi di dollari, con rendimenti molto elevati (11%). Nel febbraio di quest'anno poi, *Credit Suisse* ha collocato strumenti ibridi "di ultima generazione" senza scadenza, per un valore di 4,6 miliardi di euro, con rendimenti compresi tra il 9% e 9,5%. Il medesimo istituto di credito svizzero ha poi "concesso il bis" ponendo in essere una nuova emissione di Coco Bond per circa 1,5 miliardi di euro, questa volta con un rendimento un po' più basso (7,875%).

²² Si veda, in particolare, l'indagine di Standard & Poor's, *Potential \$1 Trillion Bank Contingent Capital-Style Issuance Faces Uncertain Investor Interest*, 8 dicembre 2010. Per quanto riguarda le banche italiane, poi, segnalo come un recente studio di Barclays capital ha previsto come i principali gruppi bancari del nostro paese emetteranno capitale ibridi convertibile nella misura di 23,7 miliardi di Euro, cifre comunque assai inferiori rispetto a quelle che saranno poste in essere dai più grandi competitors internazionali.

cario internazionale, per mezzo della predetta clausola di conversione, la quale fa sì che il patrimonio di vigilanza si andrebbe a rafforzare automaticamente, si eviterebbe l'eventualità di porre in essere nuovi piani di salvataggio pubblico (le cui spese vengono sempre addossate ai contribuenti)²³.

Tuttavia, vi è anche chi ritiene che all'interno dei Coco bond possano configurarsi nuove insidie per la solidità del sistema finanziario. Secondo i detrattori di tale categoria di strumenti, essi potrebbero causare un effetto pari a quello dei mutui sub-prime. In particolare, un aspetto di non poco conto da tenere in considerazione può risiedere nella tipologia di destinatari degli strumenti ibridi in questione, che come accennato sono essenzialmente gli investitori istituzionali (ossia banche, hedge funds e altri intermediari finanziari). Conseguentemente, nel caso di crisi da parte di uno o più emittenti potrebbe scontarsi il rischio che si verifichi una sorta di "effetto domino", che metterebbe nuovamente a repentaglio i fragili equilibri del mercato finanziario, dal momento che i sottoscrittori si troverebbero a possedere titoli difficilmente liquidabili sul mercato²⁴.

²³ Si veda, in particolare, il favore con cui sono stati accolti dal governatore della Bundesbank, Alex Weber; e anche il governatore della Banca d'Italia ne ha recentemente sottolineato l'opportunità che essi possono avere nell'assorbire le perdite: si veda l'intervento di Mario Draghi al convegno AIAF – ASSIOM FOREX, 26 febbraio 2011, reperibile su http://www.bancaditalia.it/interventi/integov/2011/forex-26022011/Draghi_260211.pdf.

²⁴ Una posizione piuttosto dura in merito agli ibridi è quella del numero uno di UBS, Oswald Grubel. Si veda P. JENKINS – M. MURPHY – H. SIMONIAN, *UBS chief attacks UK for neglect of banks*, pubblicato sul *Financial Times*, 3 marzo 2011: "the vicious cycle would continue as bank depositors, spooked by a sudden fall in the share price, would withdraw funds in panic. Regulators seemed oblivious to the risk, he said". Anche il Governatore della Banca d'Inghilterra, Mervyn King, si è recentemente espresso in maniera sfavorevole in relazione all'emissione di questi strumenti.