

Fresh e cashes: struttura finanziaria e regolamentazione

di MAURO CAMELIA

La recente crisi finanziaria ha fatto emergere la rilevanza strategica del capitale delle banche come elemento a tutela dei rischi assunti e delle perdite non attese. In questi ultimi anni il processo di ricapitalizzazione delle banche è avvenuto ricorrendo soprattutto a strumenti ibridi e, in misura marginale, attraverso aumenti di capitale. Gli ibridi non sono riconducibili pienamente né ai titoli azionari in senso stretto né a quelli obbligazionari, qualificandosi come “quasi equity” o “quasi debt”. Nel nostro paese, anche in virtù di un modello di vigilanza più stringente, le banche hanno privilegiato l'emissione di strumenti ibridi meno complessi, sebbene la normativa consentisse loro

di ricorrere a passività “quasi equity”. Nell'ambito degli strumenti ibridi di ricapitalizzazione sono state esaminate le emissioni di titoli FRESH di Banca Monte dei Paschi di Siena e dei CASHES di Unicredit, realizzate tra il 2008 e il 2009. Dall'analisi delle caratteristiche proprie di tali strumenti emerge che essi soddisfano i requisiti di eligibilità nella componente “core” del patrimonio di base, con l'eccezione della struttura della remunerazione che, in accordo con i requisiti previsti dalla direttiva CRD II e dal nuovo accordo sul capitale – Basilea 3, non dovrà essere fissa ma parametrata all'ammontare dei dividendi.

1. Introduzione

La crisi finanziaria, scoppiata nel 2007 negli Stati Uniti e propagata progressivamente a livello globale¹, ha messo in luce come il patrimonio di vigilanza degli intermediari, benché adeguato in termini quantitativi, potrebbe non esserlo dal punto di vista qualitativo. È opinione ormai diffusa che l'interagire “fra squilibri macroeconomici, condizioni di abbondante liquidità, innovazione finanziaria, incapacità da parte degli operatori di attribuire un prezzo corretto ad alcune attività finanziarie, crescita elevata dei livelli di indebitamento abbia consentito che fenomeni inizialmente circoscritti si propagassero tra mercati e giurisdizioni, assumendo dimensione globale”². Tuttavia l'impatto della crisi non è stato omogeneo, manifestandosi con un'intensità differenziata in rapporto alla struttura e alle specificità dei singoli sistemi finanziari nazionali³.

¹ Per un'analisi delle determinanti sia macroeconomiche che di carattere micro della recente crisi finanziaria internazionale si veda TARANTOLA A. M., *Verso una regolamentazione finanziaria*, intervento alla Scuola di Alta Formazione dell'IPE, Napoli 21 gennaio 2011. Si veda inoltre MASERA R., (a cura di), *The Greater Financial Crisis*, Bancaria Editrice, 2009.

² Cfr. CAROSIO G., “Verso la revisione della regolamentazione sul capitale”, *Banca Impresa Società*, n. 2, 2010, p. 191.

³ Per quanto riguarda il contesto italiano, il sistema bancario ha resistito meglio di altri all'impatto della crisi. Questa migliore “tenuta” dei nostri intermediari è senza dubbio imputabile al modello di intermediazione finanziaria che contraddistingue il nostro mercato: un modello orientato prevalentemente verso gli impieghi e la raccolta al dettaglio, con un tasso di indebitamento del settore privato relativamente più basso rispetto alle altre economie dei paesi industrializzati, a cui si accompagna una regolamentazione prudenziale più stringente, orientata al contenimento del rischio e un'azione di vigilanza progressivamente più intensa al crescere delle tensioni sui mercati finanziari internazionali. Cfr. altresì LUSIGNANI G., ZICCHINO L., *Il rafforzamento patrimoniale delle banche: prime indicazioni sull'impatto delle nuove proposte di Basilea*, Banca Impresa Società, n. 2, 2010; SIRONI A., *Le proposte del Comitato di Basilea per le riforme del sistema di adeguatezza patrimoniale: quali evidenze dalla ricerca passata e quali implicazioni per la ricerca futura?*, Banca Impresa Società, n. 2, 2010; SIRONI A., *Basilea 3, un percorso impegnativo per una riforma ambiziosa*, Bancaria, n. 11, 2010.

Un ruolo di primo piano è stato rivestito senza dubbio anche dalla regolamentazione e dalla supervisione finanziaria che hanno lasciato margini di discrezionalità ai singoli ordinamenti nazionali e ai modelli di vigilanza, come nel caso degli strumenti ibridi⁴. L'aver accettato strumenti patrimoniali con una qualità non adeguata a copertura delle diverse tipologie di rischi e aver escluso alcune categorie di intermediari dalla vigilanza prudenziale ha dato origine a “zone grigie” nella normativa⁵, in cui si sono andati a concentrare rischi tali da minare profondamente la stabilità dei singoli intermediari con conseguenti effetti anche a livello sistemico.

Dall'analisi delle cause della crisi finanziaria è emersa la rilevanza strategica del capitale delle banche come elemento a tutela dei rischi assunti ma anche delle perdite inattese⁶. In un contesto di “normale” operatività il capitale delle banche ha svolto il proprio ruolo di tutela, ma altrettanto non può essere affermato in presenza di fasi di elevata instabilità dei sistemi finanziari.

Il motivo ha riguardato non tanto l'aspetto quantitativo, bensì quello inerente la qualità degli strumenti computabili come patrimonio di vigilanza. Si pensi, infatti, che nella maggior parte dei casi il processo di ricapitalizzazione degli intermediari è avvenuto ricorrendo a strumenti ibridi e, soltanto marginalmente, ad aumenti di capitale⁷. Se questa modalità di rafforzamento patrimoniale ha consentito il rispetto quantitativo del capitale di vigilanza, altrettanto non è avvenuto per l'assorbimento delle perdite. La componente del patrimonio di vigilanza rappresentata da strumenti ibridi è idonea a svolgere il ruolo di tutela in caso di crisi conclamate in quanto si tratta di risorse che, anche se possiedono un grado di subordinazione rispetto alle altre componenti patrimoniali, possono essere utilizzate per rimborsare i creditori (depositanti in primo luogo). Invece, in caso di perdite durante lo svolgimento dell'attività d'impresa esse ne consentono l'assorbimento solo parzialmente, in funzione del diverso grado di subordinazione⁸.

2. Gli strumenti ibridi nell'esperienza italiana

Gli ibridi sono strumenti finanziari non riconducibili pienamente né ai titoli azionari propriamente intesi né a quelli obbligazionari ma, prendendo a prestito una terminologia anglosassone, possono qualificarsi come “quasi equity” o “quasi debt”.

La preferenza delle banche verso questo tipo di strumenti finanziari per il rafforzamento patrimoniale è da ricercare in una pluralità di motivazioni: accanto alle determinanti di natura contabile e fiscale, una posizione di rilievo è assunta dalle implicazioni di natura societaria.

⁴ Secondo Tarantola “La crisi ha evidenziato i limiti agli approcci di tipo “light touch”, basati sulla fiducia nella capacità degli intermediari di governare il rischio, sull'idea che l'innovazione finanziaria vada sempre incoraggiata e che gli interventi regolamentari debbano essere di portata limitata. Si sta affermando, sotto la denominazione di “intensive supervision”, un modello di vigilanza che, con varianti legate alle specificità nazionali, prevede un ampio ricorso all'attività ispettiva, la possibilità di intervenire anche nelle scelte gestionali delle banche e di effettuare interventi discrezionali per tenere conto delle carenze delle procedure di gestione del rischio, della continua evoluzione dei modelli di business, dell'emergere di nuovi rischi”. Cfr. TARANTOLA A. M., *Scenari della regolamentazione e dei controlli: costi e opportunità per l'industria bancaria e finanziaria*, intervento al Convegno *Scenari per l'industria bancaria e finanziaria: minacce e opportunità*, Perugia 19 marzo 2011, p. 6. Si veda inoltre RESTI A., SIRONI A., *La crisi finanziaria e Basilea 3: origini, finalità e struttura del nuovo quadro regolamentare*, Cerefin Working Papers, n. 1, 2011.

⁵ Si parla generalmente di “sistema ombra” (shadow banking system), composto da intermediari che svolgono attività creditizia ricorrendo a un'ampia trasformazione delle scadenze, elevato grado di leverage, arbitraggi regolamentari. Cfr. TARANTOLA A. M., *Scenari della regolamentazione...*, op. cit., p. 6.

⁶ Cfr. COLETTI E., *Il nodo dell'adeguatezza patrimoniale e peculiarità delle banche italiane*, in AA.VV., *Dopo la crisi. L'industria finanziaria italiana tra stabilità e sviluppo*, XIV Rapporto, Fondazione Rosselli, Roma, Edibank, 2009, p. 118.

⁷ Si veda ACHARYA V., GUJRAL I., SHIN H., *Dividends and Bank Capital in the Financial Crisis of 2007-2009*, Working Paper, marzo, 2009, pp. 3 ss.

⁸ Cfr. COLETTI E., op. cit., p. 127

Il rafforzamento del capitale delle banche può avvenire, come per qualsiasi altra impresa, attraverso un aumento di capitale a pagamento, con l'emissione di nuove azioni, oppure con l'emissione di ibridi. Dal punto di vista dell'emittente, lo strumento ibrido è in grado di coniugare i vantaggi dei titoli di capitale e di quelli di debito. I primi riguardano l'imputazione a capitale di vigilanza e il ruolo svolto dallo strumento in sede di liquidazione dell'intermediario, ovvero l'assunzione del rischio d'impresa sebbene con gradi differenziati di subordinazione a seconda della tipologia di ibrido. In relazione al profilo obbligazionario, in sede di emissione la forma giuridica implica l'applicazione delle norme di diritto societario stabilite per l'emissione di prestiti obbligazionari, almeno in termini di maggiore celerità e minore complessità procedurale rispetto a quanto previsto per gli aumenti di capitale. A ciò va aggiunto un ulteriore vantaggio, quale è l'assenza di effetti non considerati sul controllo societario. Viceversa un aumento di capitale a pagamento potrebbe produrre effetti diluitivi sul capitale⁹.

Come per tutti gli altri strumenti finanziari, anche nel caso degli ibridi si è assistito nel tempo a mutamenti indotti dall'innovazione finanziaria, soprattutto con riferimento all'esperienza statunitense¹⁰. Nel contesto internazionale gli strumenti ibridi assumono diverse forme in cui l'aspetto equity prevale su quello debt (come nel caso delle preferred shares, simili alle azioni di risparmio, e delle perpetual preferred stocks) oppure l'aspetto debt prevale su quello equity (ad esempio per i trust preferred securities, i perpetual debentures). Nel nostro ordinamento, in virtù di un modello di vigilanza più stringente, questi strumenti hanno generalmente assunto caratteristiche di titoli obbligazionari (come per le obbligazioni subordinate, le obbligazioni irredimibili¹¹, le obbligazioni partecipative e le obbligazioni subordinate convertibili in azioni)¹². Le banche italiane hanno privilegiato l'emissione di ibridi meno complessi, sebbene la normativa di vigilanza consentisse loro di ricorrere a passività "quasi equity". Si tratta, in gran parte, di titoli emessi indirettamente mediante strutture dedicate di tipo SPV (Special Purpose Vehicle), ovvero trust, che sintetizzano le caratteristiche proprie degli strumenti di debito, quali il pagamento di cedole, la presenza di opzioni di conversione in capo al sottoscrittore, con quelle tipiche dei titoli azionari, quali la mancanza di scadenza (in genere si configurano come titoli perpetui), abbinata a clausole di rimborso opzionali o condizionali, la conversione automatica in azioni nel caso di default e/o cedole o dividendi non cumulativi.

Ne è un esempio l'emissione di FRESH (Floating Rate Equity-Linked Subordinated Hybrid) effettuata nel 2003 da Banca Monte dei Paschi di Siena (BMPS), i cui elementi essenziali possono essere così riassunti:

- non è prevista una data di scadenza (titoli perpetui);
- l'obbligazione riconosce una cedola trimestrale pari all'Euribor a tre mesi maggiorato di 88 punti base. L'emittente ha la facoltà di sospendere il pagamento delle cedole se nell'esercizio precedente non sono stati realizzati utili e/o non sono stati pagati i divi-

⁹ Con la riforma del diritto societario del 2003, vengono ampliate le forme di finanziamento da parte delle società di capitali. Al finanziamento tramite le forme classiche, quali azioni e obbligazioni, si accompagna la possibilità di ricorrere ai cosiddetti strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, ult. co., cod. civ.). Nel caso delle banche questi strumenti hanno rappresentato anche una forma di raccolta del risparmio fra il pubblico, oltre a rientrare nel computo del patrimonio di vigilanza. Questi strumenti sono stati considerati dagli investitori retail alla stregua di obbligazioni senior vere e proprie, non considerando il maggior rischio connesso alla natura ibrida degli stessi. Tali comportamenti sono stati assecondati dalle stesse banche che, per motivi reputazionali e per non limitarsi le possibilità di raccolta tramite questi strumenti, raramente hanno fatto ricorso alle clausole di cancellazione dei pagamenti presenti negli strumenti ibridi.

¹⁰ Cfr. HUMPHREYS T., PINEDO A.T., "Is it a bird? A plane? Exploring contingent capital", *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, febbraio, 2010, pp. 67 ss.

¹¹ Si veda l'art. 12, co. 7, TUF

¹² Cfr. Istruzioni della Banca d'Italia, Titolo V, Cap. III, Sez. V.

dendi agli azionisti. Le cedole non pagate non possono essere recuperate successivamente;

- è previsto un rapporto di conversione di un'azione BMPS per ogni obbligazione;
- i sottoscrittori possono convertire i FRESH in azioni BMPS:
 - dal 2004 al 2010, durante il solo mese di settembre;
 - dal 30 settembre 2010 al 30 settembre 2099, in ogni istante;
- la conversione è automatica se:
 - dopo 7 anni dall'emissione il prezzo dell'azione BMPS, si mantiene per almeno 20 giorni su 30 consecutivi di Borsa aperta al di sopra del 125% del prezzo di riferimento di 3,28 € (cioè sopra 4,10 €);
 - il requisito patrimoniale minimo complessivo scenda al di sotto del 5% a causa delle perdite.

L'emissione è pertanto assimilabile a un prestito obbligazionario convertibile con metodo indiretto: un business trust costituito da una società a responsabilità limitata (LLC), a sua volta istituita da BMPS nello Stato del Delaware e di cui è unico azionista, emette un prestito obbligazionario convertibile in azioni BMPS. Il prestito viene interamente sottoscritto da JP Morgan che provvede a collocarlo presso gli investitori istituzionali¹³. Le somme raccolte vengono utilizzate dal business trust per sottoscrivere le azioni della LLC convertibili in azioni BMPS; a sua volta LLC trasferisce i fondi raccolti a BMPS con un contratto di *on lending* (contratto di deposito subordinato)¹⁴. L'emissione di strumenti ibridi da parte di BMPS viene computata nel patrimonio di base (core Tier 1)¹⁵.

Invero, il mercato ha offerto un'ampia casistica di emissioni di strumenti ibridi che rientrano nelle diverse componenti del patrimonio di vigilanza degli intermediari¹⁶; l'attenzione degli studiosi si è focalizzata soprattutto sulla natura giuridica degli strumenti, spesso emessi sotto forma di azioni ma con caratteristiche molto simili agli strumenti di debito, altre volte emessi sotto forma di obbligazioni ma con caratteristiche più di strumenti di capitale di rischio. Minor rilevanza hanno assunto le modalità di emissione; ciò in quanto il contratto di *on lending* a favore della banca previsto in caso di emissione indiretta dello strumento, mediante una società veicolo controllata dalla banca medesima, consente all'intermediario la piena disponibilità delle somme raccolte e quindi non sussiste alcuna differenza sostanziale rispetto a un'emissione diretta.

Negli anni successivi alla crisi finanziaria del 2007 la dottrina si è interessata anche degli aspetti connessi alle modalità di emissione degli strumenti utilizzati per le operazioni di ricapitalizzazione delle banche. La necessità di approvvigionamento di fondi, resa improrogabile dalla crisi, accompagnata dalle tendenze riformatrici della vigilanza prudenziale in tema di capitale, ha richiesto l'emissione di strumenti completamente computabili a patrimonio di vigilanza. Gli intermediari bancari hanno però dovuto conciliare tale esigenza con altre due: la neutralità dell'operazione sulla compagine sociale e un rendimento offerto tale da accrescere l'*appeal* della stessa operazione.

¹³ Si configura pertanto un impegno a fermo.

¹⁴ In data 11 aprile 2011, il Consiglio di Amministrazione di BMPS ha approvato il riacquisto dei titoli FRESH emessi nel 2003, per complessivi 471 milioni di Euro. Ai soggetti che hanno aderito all'offerta pubblica è stato riconosciuto, per ciascun titolo, un corrispettivo in denaro di 1,64 €, pari al 50% del prezzo di riferimento di 3,28 €. Agli aderenti è stata data la facoltà di richiedere che il corrispettivo venisse regolato in azioni ordinarie di BMPS.

¹⁵ Si veda il bilancio 2008 di BMPS.

¹⁶ Sui motivi dell'interesse degli operatori e degli studiosi cfr. CUSA E., "Gli strumenti ibridi delle banche", *Banca Impresa Società*, n. 1, 2010, p. 83.

Per contemperare queste esigenze, apparentemente inconciliabili, all'“ingegneria finanziaria” si è affiancata l'“ingegneria giuridica”. Ciò ha permesso di strutturare operazioni in grado di soddisfare allo stesso tempo i requisiti di computabilità nel patrimonio di vigilanza con l'assenza di effetti diluitivi sul capitale.

La domanda che occorre porsi è se, dal punto di vista tecnico, l'operazione che ne è scaturita rappresenti una sorta di “tertium genus”, se dimostrata l'unitarietà dell'operazione, oppure si tratti di un'operazione “tipica” a cui si accompagna una modalità “ibrida” nell'attività di funding per la ricapitalizzazione. Questa analisi non è fine a se stessa, ma è strumentale alla conseguente imputabilità dello strumento nelle diverse componenti del patrimonio di vigilanza, con evidenti effetti positivi qualora possa rientrare nella componente “migliore” del patrimonio. A ciò deve aggiungersi la valutazione dello strumento nella prospettiva dell'entrata in vigore del Nuovo Accordo sul capitale, noto come Basilea 3.

Nelle pagine seguenti verranno analizzati i profili tecnici di due operazioni di ricapitalizzazione, innovative per il mercato italiano: l'emissione di FRESH nel 2008 per l'aumento di capitale di BMPS e quella di CASHES per l'aumento di capitale di Unicredit, al fine di valutare a quale componente del patrimonio di vigilanza siano riconducibili le somme raccolte sia alla luce delle Nuove Disposizioni di Vigilanza, emanate dalla Banca d'Italia a fine dicembre 2010, sia di Basilea 3.

3. Le modalità “ibride” di emissione: i FRESH 2008 e i CASHES

Il riferimento alle modalità “ibride” di reperimento di fondi riguarda le “emissioni” di BMPS e di Unicredit, effettuate in attuazione dei piani di rafforzamento patrimoniale realizzati tra il 2008 e il 2009.

Nel caso di BMPS, l'operazione prevede:

- un aumento di capitale di azioni ordinarie effettuato da BMPS riservato a JP Morgan con l'esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, co. 5, cod. civ.;
- l'emissione di un prestito obbligazionario convertibile in azioni BMPS per raccogliere le risorse necessarie a sottoscrivere l'aumento di capitale. JP Morgan sottoscrive interamente l'aumento di capitale con fondi derivanti dall'emissione, da parte di una società veicolo di diritto lussemburghese (Bank of New York), di titoli FRESH (obbligazioni convertibili in azioni BMPS), senza scadenza e con cedole pari all'Euribor maggiorato di uno spread e un premio iniziale di conversione del 30%.

È, altresì, previsto la stipula di due contratti fra BMPS e JP Morgan:

- un contratto di usufrutto;
- un contratto di swap.

Con il contratto di usufrutto, di durata trentennale, la nuda proprietà delle azioni sottoscritte resta a JP Morgan, mentre a favore di BMPS viene costituito il diritto di usufrutto a fronte del quale BMPS paga un canone annuo pari all'Euribor a 1 anno maggiorato di uno spread di 425 punti base. Le motivazioni alla base della stipula del contratto di usufrutto sono di tipo finanziario, ma anche societario e patrimoniale. Grazie al canone il contratto crea le risorse finanziarie necessarie a JP Morgan affinché l'emittente dei titoli FRESH possa far fronte al pagamento delle cedole. Contrattualmente BMPS è esclusa dall'obbligo di pagamento del canone in caso di mancata distribuzione dei dividendi agli azionisti

e/o assenza di utili da distribuire nell'esercizio precedente. Poiché il canone fornisce le somme necessarie per il pagamento delle cedole, identiche cause di esclusione dal pagamento delle cedole sono previste nel prestito obbligazionario FRESH. Le motivazioni societarie e patrimoniali alla base del contratto riguardano la sterilizzazione del diritto di voto, applicandosi la disciplina delle azioni proprie, e l'ottenimento di una maggiore patrimonializzazione per effetto della minore distribuzione degli utili attesi, a seguito della mancata distribuzione dei dividendi alle azioni oggetto di usufrutto.

Il contratto di swap con scadenza pari alla durata di BMPS, prevede l'impegno di JP Morgan a corrispondere alla controparte (BMPS) una parte del premio di conversione al momento della conversione dei titoli emessi, mentre BMPS si impegna a pagare alla controparte (JP Morgan) una somma pari al tasso determinato come risultato della moltiplicazione tra il valore medio su base annua delle azioni BMPS e il massimo tra 120 punti base e il CDS (Credit Default Swap) di JP Morgan maggiorato di 25 punti base.

Sia il contratto di usufrutto che quello derivato possono scadere anticipatamente rispetto a quanto previsto contrattualmente qualora il prestito obbligazionario convertibile (FRESH) venga interamente convertito nelle sottostanti azioni BMPS o volontariamente da parte dei sottoscrittori dei titoli FRESH o in automatico nelle seguenti ipotesi:

- l'azione raggiunge una quotazione borsistica superiore a 5,08 €;
- si verifichi il default dell'emittente (BMPS);
- il requisito patrimoniale complessivo di BMPS scenda al di sotto del 5%;
- l'inadempimento delle obbligazioni contrattuali da parte di BMPS connesse al contratto di usufrutto e di swap.

Una struttura simile ai FRESH 2008 di BMPS è l'emissione di titoli ibridi, cosiddetti CASHES (Convertible Subordinated Hybrid Equity-Linked Securities), sottostanti l'aumento di capitale di Unicredit, con la differenza che l'emissione di titoli subordinati si presenta come eventuale.

L'operazione finalizzata al rafforzamento patrimoniale di Unicredit consta di due fasi, una obbligatoria e una eventuale. La prima fase prevede un aumento di capitale a pagamento di azioni ordinarie; non essendo stati esclusi i diritti di opzione, come nel caso di BMPS, le nuove azioni ordinarie sono offerte ai vecchi azionisti, con un rapporto di assegnazione di 4 nuove azioni ogni 55 possedute (sia ordinarie che di risparmio).

La seconda fase, eventuale, prevede che in presenza di diritti inoptati, Mediobanca (direttamente o tramite un terzo soggetto) garantisca l'intera operazione, sottoscrivendo la parte dei diritti rimasta inoptata, anche dopo l'offerta in Borsa. Le azioni così sottoscritte sono poste al servizio di un'emissione effettuata da un soggetto terzo (Bank of New York). Si tratta, in tal caso, di strumenti di tipo equity-linked, con scadenza nel 2050, convertibili in azioni ordinarie Unicredit (CASHES), la cui emissione è finalizzata al reperimento dei fondi necessari per la sottoscrizione dell'aumento di capitale.

La conversione può avvenire in qualsiasi istante, su richiesta dell'investitore (istituzionale), decorsi 40 giorni dall'emissione (periodo di conversione sempre aperto) oppure in via automatica qualora si verificino determinati eventi:

- trascorsi 7 anni dall'emissione, se il prezzo di mercato delle azioni Unicredit supera il 150% del prezzo di sottoscrizione dei CASHES per almeno 20 giorni in un periodo di 30 giorni consecutivi di borsa aperta;
- se il requisito patrimoniale complessivo di Unicredit scende al di sotto del 5% o altra soglia individuata dall'Autorità di Vigilanza;

- in caso di inadempimento da parte di Unicredit degli obblighi contrattuali connessi al contratto di usufrutto;
- in caso di insolvenza o liquidazione di Unicredit;
- in caso di insolvenza o liquidazione di Mediobanca (o della banca depositaria).

Gli elementi che differenziano questa operazione da un puro e semplice prestito obbligazionario convertibile indiretto sono i contratti di usufrutto e di swap, stipulati tra Unicredit e Mediobanca a completamento dell'operazione di funding necessaria per sottoscrivere l'aumento di capitale. Come nel caso dei FRESH, entrambi i contratti hanno l'obiettivo di sterilizzare il diritto di voto e il dividendo, nonché creare le condizioni per il reperimento delle somme necessarie al pagamento degli interessi a favore dei portatori dei CASHES.

In dettaglio, il contratto di usufrutto tra Unicredit e Mediobanca ha ad oggetto le nuove azioni, sottostanti i CASHES: a Mediobanca resta la nuda proprietà delle azioni, mentre a favore di Unicredit viene costituito il diritto di usufrutto. I diritti di voto e ai dividendi, che spetterebbero a Unicredit in quanto usufruttario, non vengono riconosciuti: i primi sono sospesi per effetto della disciplina sulle azioni proprie, mentre i dividendi vanno a beneficio degli altri soci in base a quanto stabilito nel contratto. Come corrispettivo dell'usufrutto Unicredit si impegna a corrispondere a Mediobanca (o alla banca depositaria) un canone annuo, con pagamenti trimestrali, pari al tasso Euribor a 3 mesi maggiorato di uno spread di 450 punti base applicato al valore nominale dei CASHES. A questo importo si aggiunge l'eventuale "additional coupon", pari all'eccedenza del dividend yield di Unicredit rispetto all'8%, da calcolarsi sulla base del prezzo delle azioni Unicredit registrato nei 30 giorni antecedenti l'approvazione del bilancio. Analogamente ai FRESH, il pagamento del canone è dovuto in caso di distribuzione di dividendi in denaro a valere sulle azioni Unicredit e in presenza di utili distribuibili risultanti dal bilancio dell'anno precedente. Con il canone incassato da Mediobanca (o dalla banca depositaria), Bank of New York paga gli interessi trimestrali dei CASHES. Nel caso di mancata distribuzione dei dividendi e/o di assenza di utili nel bilancio dell'esercizio precedente non è previsto il pagamento delle cedole dei CASHES. Non si configura una sospensione del pagamento in quanto non è prevista una clausola di recupero degli interessi non pagati. Il contratto di usufrutto a favore di Unicredit scade in concomitanza con la conversione dei CASHES in azioni Unicredit ovvero dopo trent'anni, in caso di mancata conversione.

A sua volta, il contratto swap (di tipo collared equity swap), prevede che fintanto che i CASHES non siano integralmente convertiti, Unicredit ha l'obbligo di corrispondere a Mediobanca un importo pari all'eventuale "additional coupon". A ciò si aggiungono ulteriori obbligazioni contrattuali in caso di scadenza dell'usufrutto e di mancato rinnovo dello stesso, in modo da poter mantenere inalterato il flusso monetario necessario al pagamento degli interessi ai possessori dei CASHES, nonché continuare a sterilizzare i dividendi sulle azioni sottostanti. In caso di scadenza del contratto di usufrutto o di mancato rinnovo, Unicredit è tenuta a corrispondere a Mediobanca un importo pari al corrispettivo versato in forza del contratto di usufrutto e a ricevere dalla controparte stessa un ammontare pari ai dividendi netti corrisposti, relativi alle azioni sottostanti il prestito.

In entrambe le emissioni esaminate, si assiste ad un aumento di capitale totalmente liberato da un soggetto terzo non appartenente al gruppo delle banche (BMPS e Unicredit) (così da non soddisfare nemmeno il requisito dell'emissione indiretta di strumento ibri-

do), con conseguente imputazione delle somme raccolte con nuove azioni a patrimonio netto delle stesse¹⁷.

Confrontando le due emissioni, quella con minori dubbi sulla riconducibilità ad un aumento di capitale, anche sotto l'aspetto sostanziale, sembra essere quella realizzata da Unicredit, in quanto l'intervento dello strumento ibrido è eventuale. Nel caso di specie l'eventualità si è trasformata in certezza: i diritti di opzione sono rimasti tutti inoptati a causa di un prezzo di esercizio non congruo rispetto al prezzo corrente di borsa dell'azione Unicredit. Tuttavia l'eventualità o meno della seconda fase non può considerarsi un elemento spartiacque per considerare l'operazione come aumento di capitale, piuttosto che come emissione di un ibrido.

Tralasciando questo aspetto, si può affermare che, pur con talune differenze nella costruzione dell'operazione (tipologia di contratto derivato ed emissione dello strumento ibrido eventuale), dal punto di vista tecnico, da un lato, vi è un emittente (la banca) che effettua un aumento di capitale con conseguente imputazione a capitale delle nuove azioni emesse, sottoscritte e "pagate" e, dall'altro, troviamo un soggetto a cui è riservato l'aumento di capitale (JP Morgan) o che garantisce l'operazione attraverso l'esercizio dei diritti inoptati (Mediobanca). L'attività di funding di entrambi i soggetti avviene attraverso una società veicolo (Bank of New York) con l'emissione di strumenti ibridi (obbligazioni convertibili) con modalità di conversione in capo al sottoscrittore oltre a quella automatica in casi di forte miglioramento o di forte deterioramento dei risultati aziendali. Fin qui, come è stato sottolineato, non ci sarebbe niente di diverso rispetto a un prestito obbligazionario convertibile con metodo indiretto, salvo la conversione automatica. E probabilmente nessun dubbio nascerebbe sul fatto che si tratta di due operazioni distinte.

Le eventuali perplessità possono sorgere perché in aggiunta al prestito convertibile indiretto vengono stipulati un contratto di usufrutto e un contratto di swap, la cui motivazione di fondo è quella di creare le risorse necessarie per il pagamento degli interessi, nonché di non produrre effetti diluitivi sul capitale.

Affinché l'operazione possa considerarsi un "*unicum*" occorrerebbe individuare una funzione economica comune ai diversi contratti (ovvero la causa negoziale del contratto). Ma da quanto è stato finora evidenziato, più che una funzione economica comune ai diversi contratti, sembra possibile individuare un motivo (soggettivo) comune alle controparti: reperire risorse i cui oneri ricadano non su JP Morgan o Mediobanca, ma sull'emittente delle nuove azioni. Di conseguenza, anche dal punto di vista sostanziale è corretto concentrare l'attenzione sull'aumento di capitale e non sul titolo ibrido.

Quanto affermato diventa di fondamentale importanza per definire in quale componente del capitale di vigilanza debbano rientrare tali operazioni. Sebbene le due emissioni siano state oggetto di autorizzazione da parte della Banca d'Italia, per essere incluse entrambe nel core Tier 1¹⁸, occorre svolgere alcune riflessioni in merito alla loro computabilità

¹⁷ Secondo la direttiva comunitaria 86/635/CEE, relativa ai conti annuali e ai conti consolidati delle banche e degli altri istituti finanziari, il capitale sottoscritto comprende tutti gli importi che, qualunque ne sia la denominazione esatta della fattispecie, devono essere considerati, in relazione alla forma giuridica dell'ente creditizio in questione, come quote nel capitale proprio dell'ente sottoscritte dai soci e da altri conferenti, conformemente alla legislazione nazionale. Tale definizione viene espressamente richiamata dalla CRD II dove viene stabilito che il valore corrispondente al capitale è integralmente computabile nei fondi propri di un ente creditizio se è versato e se assorbe pienamente le perdite in situazioni normali e in caso di fallimento o liquidazione è subordinato a tutti gli altri crediti. Cfr. CUSA E., *op. cit.*, pp. 83 ss. Invece, secondo Dagnino, non è corretto qualificare l'aumento di capitale di BMPS e Unicredit come "capitale versato" per il legame inscindibile esistente con l'emissione di obbligazioni convertibili, ma piuttosto le azioni andrebbero considerate alla stregua di "strumenti innovativi di capitale". Cfr. DAGNINO F., "Capitale versato e strumenti innovativi di capitale nella disciplina di vigilanza delle banche italiane: il principio della sostanza sulla forma", *Banca Impresa Società*, n. 3, 2009, pp. 439 ss.

¹⁸ Nel quadro prudenziale precedente, l'autorizzazione della Banca d'Italia a computare i titoli FRESH e CASHES nel core Tier 1, basandosi maggiormente sull'aspetto formale piuttosto che quello sostanziale dell'operazione nella qualificazione dello strumento di capitalizzazione, ha sollevato alcuni dubbi nella dottrina giuridica. Cfr. DAGNINO F., *op. cit.*, pp. 435 ss.

nella medesima componente del capitale anche alla luce dell'attuale normativa e di quella di prossima applicazione (Basilea 3).

4. CRD II, Basilea III e gli strumenti ibridi

Per verificare se, dal punto di vista tecnico, questa tipologia di operazioni possa rientrare nella componente primaria del patrimonio di vigilanza, come definito dall'attuale quadro regolamentare e dal prossimo di Basilea 3, è necessario analizzare quanto previsto dai due schemi di normativa prudenziale, quello disegnato dalla Banca d'Italia in recepimento della direttiva 2006/48/CE, come modificata dalla direttiva 2009/III/CE (cosiddetta CRD II) e quello comunemente noto come Basilea 3.

Nell'intento di rafforzare il capitale, la direttiva comunitaria anticipa alcune misure previste da Basilea 3 in tema di caratteristiche degli strumenti di cui si compone il patrimonio degli intermediari bancari. Le misure dirette a rafforzare la qualità del patrimonio di vigilanza, introdotte dalla CRD II¹⁹, sono state recepite nell'ordinamento italiano dalle Nuove Disposizioni della Banca d'Italia emanate a fine dicembre 2010: sono previsti criteri maggiormente restrittivi per la computabilità senza limite alcuno degli strumenti di capitale nella componente di maggior qualità presente all'interno del patrimonio degli intermediari bancari; per gli strumenti ibridi (innovativi e non) vengono definiti limiti percentuali per la loro inclusione nel patrimonio di vigilanza e le caratteristiche tecniche relativamente alla permanenza, alla flessibilità dei pagamenti e alla capacità di assorbimento delle perdite.

Secondo le Nuove Disposizioni della Banca d'Italia, il patrimonio di vigilanza comprende:

- il patrimonio di base (*Tier 1*), a sua volta composto da:
 - patrimonio di base di qualità primaria (capitale versato e riserve, compreso il sovrapprezzo azioni);
 - altri strumenti componenti il patrimonio di base, comprensivi fra l'altro degli strumenti innovativi e non di capitale;
- il patrimonio supplementare (*Tier 2*), ammesso nel limite massimo del patrimonio di base, al lordo di talune deduzioni²⁰.

Viene ancora previsto il patrimonio di terzo livello (*Tier 3*), sebbene con un limitato utilizzo essendo circoscritto soltanto alla copertura dei requisiti patrimoniali sui rischi di mercato.

Nel patrimonio di base di qualità primaria sono computati integralmente i titoli rappresentativi della partecipazione al capitale sociale con le seguenti caratteristiche:

- l'emittente è la banca medesima;
- devono essere chiaramente e separatamente individuabili nel bilancio, privi di scadenza e interamente liberati;
- devono essere classificati quali strumenti di patrimonio netto secondo i principi contabili internazionali (IAS/IFRS);
- il rimborso deve avvenire solo a causa della liquidazione della banca o della riduzione del capitale sociale;

¹⁹ La direttiva 2009/111/CE (CRD II) modifica la direttiva 2006/48/CE.

²⁰ Cfr. Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche della Banca d'Italia, par. 11, dicembre 2010.

- non devono prevedere clausole con cui venga garantita una remunerazione minima né il pagamento obbligatorio di dividendi;
- i dividendi sono pagati esclusivamente a valere sugli utili distribuibili o riserve di utili distribuibili e non devono prevedere limitazioni nella determinazione dell'ammontare del dividendo (*cap*);
- i titoli non sono privilegiati nella copertura delle perdite e in caso di liquidazione, attribuiscono un diritto sul residuo attivo del bilancio di liquidazione subordinato a quello di tutti gli altri azionisti e creditori sociali e proporzionale alla quota di capitale che rappresentano;
- non devono prevedere clausole che possano creare sul mercato aspettative di riacquisto, rimborso o cancellazione.

A loro volta, gli strumenti innovativi e non innovativi di capitale possono essere computati nel patrimonio di base solo in presenza di condizioni dirette a garantire pienamente la stabilità della base patrimoniale della banca emittente ed entro determinati limiti²¹. I requisiti da soddisfare da parte degli strumenti innovativi e non di capitale sono i seguenti:

- l'emittente deve essere una società bancaria o finanziaria, inclusa nel gruppo bancario, insediata in uno Stato comunitario o appartenente al Gruppo dei Dieci;
- i titoli devono essere irredimibili o avere una scadenza non inferiore a 30 anni. La facoltà di rimborso in capo all'emittente può essere prevista ma non prima che siano trascorsi 5 anni dall'emissione e previa autorizzazione della Banca d'Italia;
- possono essere previsti meccanismi di incentivi al rimborso anticipato (clausole di *step up*) solo in presenza di titoli irredimibili e non prima di 10 anni di vita del prestito;
- per assicurare un elevato assorbimento delle perdite, le somme raccolte con l'emissione di questi strumenti finanziari devono risultare nella piena disponibilità della banca, attraverso meccanismi di assorbimento delle perdite subite dalla stessa banca, quali il *write-down* totale o parziale, permanente o temporaneo dell'emissione; la conversione automatica in azioni o in altri strumenti di core Tier 1 nel caso di riduzione del requisito patrimoniale complessivo della banca al di sotto del 6%, per effetto di perdite subite dalla banca medesima; la svalutazione del valore nominale degli strumenti innovativi e non. Sono vietate le clausole che impediscono alla Banca d'Italia di disporre l'attivazione dei meccanismi di assorbimento delle perdite in relazione alla situazione finanziaria e di solvibilità dell'emittente;
- il pagamento degli interessi non deve essere certo e deve essere prevista la piena discrezionalità in capo all'emittente: il pagamento può non avvenire qualora lo richieda la situazione finanziaria e di solvibilità della banca; è vietato nel caso in cui il requisito patrimoniale complessivo scenda al di sotto della soglia prestabilita (6%). Il mancato pagamento degli interessi non si configura come una sospensione per cui gli interes-

²¹ La CRD II, come indicato dalle corrispondenti linee guida del CEBS, individua tre tipologie di strumenti ibridi di Tier 1 con caratteristiche differenti: la prima comprende gli strumenti senza facoltà di rimborso in capo all'emittente, con conversione automatica o facoltativa in azioni di core Tier 1 in caso di necessità di ripatrimonializzazione o su iniziativa dell'Autorità di Vigilanza; la seconda comprende gli strumenti perpetui senza la conversione, automatica o facoltativa, in azioni di core Tier 1 e senza incentivi alla facoltà di rimborso in capo all'emittente; infine nella terza tipologia sono compresi i cosiddetti strumenti innovativi di capitale con scadenza superiore a 30 anni e incentivi al rimborso.

si non possono essere cumulabili: qualora non siano pagati, il diritto alla remunerazione è perso definitivamente;

- in caso di liquidazione della banca i possessori dei titoli sono privilegiati rispetto ai detentori di azioni, ma subordinati rispetto a tutti gli altri creditori.

A differenza degli strumenti di core Tier 1 computabili per l'intero importo, gli strumenti di Tier 1 rientrano nel patrimonio soltanto parzialmente. In particolare, i limiti modulati sulla base delle caratteristiche tecniche degli strumenti, sono i seguenti:

- sino al 15% del patrimonio di base al lordo delle deduzioni, per gli strumenti innovativi e non di capitale aventi una determinata scadenza contrattuale;
- fermo restando il precedente limite, la somma degli strumenti innovativi e non innovativi di capitale non può eccedere il 35% del patrimonio di base al lordo delle deduzioni;
- fermi restando i precedenti limiti, sono computabili fino al 50% del patrimonio di base lordo gli strumenti non innovativi di capitale per i quali sia contrattualmente prevista la conversione in azioni core Tier 1, in via automatica se per effetto di perdite il patrimonio di vigilanza scenda al di sotto del requisito patrimoniale complessivo, o su richiesta della Banca d'Italia, motivata dalla situazione finanziaria e di solvibilità dell'emittente o del gruppo bancario di appartenenza.

Il Nuovo Accordo sul capitale, Basilea 3, prevede alcune differenze rispetto alle attuali Disposizioni di Vigilanza²². Nel ribadire la funzione primaria del patrimonio come presidio della stabilità degli intermediari, la nuova regolamentazione è prioritariamente finalizzata a rafforzare la qualità e la quantità del patrimonio delle banche, con l'adozione di criteri ancor più stringenti per le componenti del patrimonio di vigilanza rispetto alla CRD II in modo da affrontare future crisi e assorbire le perdite in un'ottica di continuità aziendale (*going concern*) o di liquidazione (*gone concern*).

Secondo lo schema di Basilea 3, il patrimonio di vigilanza comprende:

- il patrimonio di base (*Tier 1*) a copertura delle perdite in un'ottica di continuità aziendale, a sua volta composto da:
 - patrimonio di base di qualità primaria (*core Tier 1* o *common equity*) composto prevalentemente da azioni, sovrapprezzo di azioni e utili non distribuiti. Per il computo degli strumenti in questo aggregato devono essere soddisfatti tutti gli elementi di eleggibilità stabiliti dalla CRD II;
 - altri strumenti del patrimonio di base (*Tier 1* o *additional going concern capital*) con requisiti identici ai criteri di eleggibilità previsti dalla CRD II, eccezion fatta per la durata perpetua, l'assenza di meccanismi di incentivi per il rimborso (clausole di *step up*), la facoltà di rimborso in capo all'emittente solo dopo cinque anni dall'emissione (previa autorizzazione dell'Autorità di vigilanza), l'assenza dell'obbligo alla distribuzione dei dividendi;
- il patrimonio supplementare (*Tier 2* o *gone concern capital*) a copertura delle perdite in caso di liquidazione. Gli strumenti che compongono questo aggregato si caratterizzano anch'essi per essere subordinati rispetto agli altri creditori della banca, avere una scaden-

²² L'avvio è formalmente fissato per il 2013, anche se è previsto un regime di gradualità per l'introduzione di molti requisiti. Per maggiori dettagli cfr. Basel Committee on Banking supervision, *Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, dicembre, 2010.

za di almeno cinque anni o una facoltà di rimborso anticipato in capo all'emittente, da poter esercitare dopo almeno cinque anni dall'emissione (previa autorizzazione dell'Autorità di vigilanza), non prevedere alcun meccanismo di incentivi al rimborso, non pagare importi periodici legati al merito creditizio della banca emittente.

Con Basilea 3 non è più previsto il patrimonio di terzo livello o Tier 3.

Gli strumenti che rientrano nel Tier 1 e nel Tier 2 devono presentare clausole cosiddette "bail in"²³ in base alle quali i titoli possano essere svalutati e/o convertiti in azioni ordinarie al verificarsi di un "trigger event", quale: la svalutazione del capitale della banca per perdite decisa da parte dell'Autorità di vigilanza allo scopo di garantire l'operatività dell'impresa bancaria o un intervento pubblico finalizzato ad assicurare il supporto finanziario necessario alla continuità aziendale della banca.

Oltre a migliorare qualitativamente il patrimonio di vigilanza, lo schema prudenziale di Basilea 3 agisce anche dal lato quantitativo del patrimonio, modificando la struttura dei requisiti patrimoniali. In sintesi è previsto:

- il mantenimento del requisito minimo complessivo per il patrimonio di vigilanza pari all'8% del totale delle attività ponderate per il rischio (*Total Capital Ratio*);
- il patrimonio di base di qualità primaria (*common equity*) pari al 4,5% del complesso delle attività ponderate per il rischio dopo l'applicazione delle deduzioni. L'introduzione di tale requisito avverrà in modo graduale: 3,5% dal 1° gennaio 2013 sino al 4,5% dal 1° gennaio 2015;
- l'innalzamento del requisito minimo per il Tier 1 dall'attuale 4% sino al 6% del totale delle attività ponderate per il rischio (*Tier 1 Capital Ratio*);
- la graduale esclusione dal patrimonio di vigilanza, a partire dal 2013, degli strumenti innovativi di capitale privi delle clausole "bail in".

L'analisi fin qui condotta della normativa prudenziale, attuale (CRD II e le Nuove Disposizioni della Banca d'Italia) e prospettica (Basilea 3), non modifica in misura sostanziale le conclusioni alle quali siamo giunti in precedenza, riguardo alla computabilità nel patrimonio di vigilanza delle emissioni di titoli ibridi, quali FRESH e CASHES. Dall'analisi delle caratteristiche proprie di tali strumenti emerge che essi, in pratica, soddisfano tutti i requisiti di eleggibilità per essere computati all'interno dell'aggregato di maggior qualità del patrimonio di vigilanza (*common equity*), ad eccezione della metodologia di remunerazione dell'usufrutto, che non dovrà prevedere un importo minimo ma dovrà essere parametrata all'ammontare dei dividendi²⁴. L'unica perplessità che emerge a tal riguardo è relativa alla possibile creazione di "zone grigie" nell'applicazione della normativa prudenziale. Ma qui entra in gioco il ruolo dell'Autorità di Vigilanza: spetta alla Banca d'Italia porre in essere quelle attenzioni, moral suasion piuttosto che chiarimenti normativi, tali per cui la certezza non venga mai meno né in capo all'emittente né ai sottoscrittori, con l'auspicio che costoro siano soltanto investitori istituzionali.

²³ Si veda al riguardo Basel Committee on Banking Supervision, *Minimum requirements to ensure loss absorbency at the point of non viability*, press release, gennaio, 2011

²⁴ Al fine di assicurare la computabilità nel *common equity* delle azioni emesse a fronte dei CASHES, il Consiglio di Amministrazione di Unicredit del 30 maggio 2011 ha deliberato la ristrutturazione del contratto di usufrutto stipulato con Mediobanca. Il nuovo regolamento del prestito prevede che il canone che Unicredit corrisponde periodicamente a Mediobanca, attualmente pari al tasso Euribor a 3 mesi maggiorato di uno spread di 450 punti base, venga parametrato a un moltiplicatore applicato al dividendo delle azioni ordinarie. In particolare, i CASHES renderanno 7,5 volte il dividendo 2011, 6 volte il dividendo 2012, 5 volte il dividendo degli anni 2013 e 2014, fino ad arrivare a 1,25 volte nel 2018. Nel momento in cui la revisione delle condizioni del prestito sarà resa definitiva, la remunerazione dei CASHES diventerà pertanto variabile, essendo rapportata alla capacità della banca di generare utili nei prossimi anni.