

Francesco Dagnino

## «CAPITALE VERSATO» E «STRUMENTI INNOVATIVI DI CAPITALE» NELLA DISCIPLINA DI VIGILANZA DELLE BANCHE ITALIANE: IL PRINCIPIO DELLA PREVALENZA DELLA SOSTANZA SULLA FORMA

### 1. Premessa

La crisi finanziaria in corso ha eroso in modo significativo la base patrimoniale delle principali banche italiane e ha imposto a queste ultime la necessità o, in alcuni casi, soltanto l'opportunità di ricapitalizzarsi<sup>1</sup>. La ricapitalizzazione si rende necessaria al fine di riportare i requisiti patrimoniali delle banche colpite dalla crisi entro i minimi fissati dagli Accordi di Basilea<sup>2</sup> e dalle disposizioni di vigilanza dettate dalla Banca d'Italia<sup>3</sup>, nonché più in generale, al fine di restituire al mercato fiducia sulla loro solvibilità e di ristabilire il corretto funzionamento del sistema del credito<sup>4</sup>. Tuttavia, dal punto di vista delle banche,

<sup>1</sup> Per esempio, in un rapporto pubblicato il 16 dicembre 2008, West LB ha ritenuto insufficiente il *Core Tier 1* delle due principali banche italiane, Unicredit Banca e Banca Intesa San Paolo.

<sup>2</sup> Gli Accordi di Basilea del 1988 e del 2004 sull'adeguatezza del capitale delle banche (comunemente denominati Basilea I e Basilea II) costituiscono il frutto dei lavori del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (già Commissione di Basilea sulla supervisione bancaria). Il Comitato fu istituito, presso la Banca dei regolamenti internazionali (BRI) con sede a Basilea, nel 1974 dai governatori delle banche centrali del G-10, oltre la Svizzera e il Lussemburgo, per garantire la stabilità monetaria internazionale a seguito delle gravi conseguenze sul sistema dei pagamenti e dei regolamenti internazionali provocate dal fallimento di una banca tedesca, la Bankhaus nel 1974. Sulle funzioni del Comitato di Basilea v., *ex multis*, Costa, *Le regole di Basilea II tra tutela del capitale delle banche e comportamenti virtuosi delle imprese*, in «Dir. fall.», 2008, 99.

<sup>3</sup> V., in particolare, il Titolo I, Capitolo 2, della Circolare della Banca d'Italia, n. 263 del 27 dicembre 2006, aggiornamento del 17 marzo 2008, in materia di vigilanza prudenziale delle banche. V. anche la Circolare della Banca d'Italia n. 155 del 18 dicembre 1991, dodicesimo aggiornamento, del 5 febbraio 2008, recante Istruzioni per la compilazione delle segnalazioni sul patrimonio di vigilanza e sui coefficienti prudenziali.

<sup>4</sup> V., anche, Onado, *Riuscirà Achille a raggiungere la tartaruga?*, pubblicato il 29 agosto 2008 su [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info), il quale rileva che «le autorità di vigilanza e i governi dei principali ordinamenti stanno utilizzando tutti i loro poteri di *moral suasion* per spingere le banche» verso la ricapitalizzazione; Richardson e Stephenson, *Some Aspects of Regulatory Capital, wor-*

la ricapitalizzazione è particolarmente onerosa per il premio al rischio oggi richiesto dal mercato e per i pericoli di diluizione tanto della partecipazione azionaria quanto degli utili connessi con l'emissione di nuovo capitale azionario.

I principali strumenti di rafforzamento patrimoniale a disposizione delle banche sono l'emissione di nuove azioni a fronte di un aumento di capitale a pagamento (c.d. «capitale versato», nella terminologia della disciplina di vigilanza) e l'emissione di strumenti «ibridi» sotto forma di obbligazioni (c.d. «strumenti innovativi di capitale», nella terminologia della disciplina di vigilanza)<sup>5</sup>. La locuzione «ibridi» racchiude sotto un comune denominatore quella varietà di strumenti finanziari che presentano caratteristiche giuridiche ed economiche intermedie fra l'azione e l'obbligazione, e vengono identificati, pertanto, come «ibridi»<sup>6</sup>.

La preferenza per l'uno o per l'altro canale di finanziamento presuppone scelte finanziarie che devono tenere in considerazione complesse questioni di qualificazione giuridica e contabile nonché di carattere fiscale. Per esempio, in via generale, l'emissione di strumenti di debito ha costi inferiori rispetto all'emissione di strumenti di capitale, in quanto l'interesse pagato sulle obbligazioni è in genere fiscalmente deducibile, a differenza del pagamento di dividendi sulle azioni il cui rendimento viene determinato sulla base dell'utile al netto delle imposte (v. artt. 96, terzo comma, e 109, nono comma, lett. a) TUIR)<sup>7</sup>. Tuttavia, l'emissione di strumenti finanziari con le caratteristiche

*king paper*, 2000, reperibile su SSRN, secondo cui «it seems reasonable to expect that any regulator given the duty to maintain confidence in the financial system will be concerned about the failure of financial firms».

<sup>5</sup> V. Onado, *Riuscirà Achille a raggiungere la tartaruga?*, cit., p. 3, ove si rileva, da un lato, il costante crescendo delle emissioni di «ibridi» da parte delle banche nel periodo che va dal terzo trimestre del 2007 al secondo trimestre del 2008, e dall'altro, che a partire dall'aprile del 2008, dopo l'emersione delle grandi perdite, le banche abbiano preferito ricorrere all'emissione di nuove azioni.

<sup>6</sup> Sui profili tipologici degli strumenti di finanziamento della società per azioni v. Lamandini, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, Il Mulino, 2001, p. 32; Tombari, *Azioni di risparmio e strumenti ibridi «partecipativi»*, Torino, Giappichelli, 2001, p. 51. Sugli strumenti finanziari partecipativi v., *ex multis*, Costi, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Liber Amicorum Campobasso*, 2006, pp. 727 ss.; Enriques, *Quartum non datur: appunti in tema di «strumenti finanziari partecipativi» in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in «Banca, borsa e tit. cred.», 2005, p. 166; Lamandini, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte di società per azioni e delle cooperative per azioni*, in «Giur. comm.», 2003, p. 519.

<sup>7</sup> Sugli aspetti fiscali degli strumenti finanziari ibridi v. Giaconia e Ricciardi, *Le categorie di azioni con particolari diritti e gli strumenti partecipativi ibridi*, in «Corriere tributario», 2004, p. 19; Iavagnilio, *Gli strumenti di finanziamento «ibridi»*, in «Corriere tributario», 2003, p. 122. Sugli aspetti fiscali delle strutture internazionali di emissione di «ibridi» v. Sidley Austin Report, *Hybrid Capital Product Development. Focusing on Tier 1 and other Hybrid Capital Products*, 2007, reperibile su [www.sidley.com](http://www.sidley.com).

della deducibilità non comporta, di norma, un rafforzamento della base patrimoniale della banca e subisce un trattamento meno favorevole da parte delle agenzie di *rating* rispetto ad uno strumento di capitale puro. Sotto questo profilo, lo strumento di ricapitalizzazione più efficiente dal punto di vista della banca è, idealmente, quello che riesce ad ottenere il miglior trattamento fiscale possibile pur restando uno strumento di capitale dal punto di vista della disciplina di vigilanza e della valutazione delle agenzie di *rating*.

Dal punto di vista societario, si tenga, invece, presente che i tempi, i costi, la complessità delle procedure e i rischi di diluizione connessi con l'emissione di nuove azioni potrebbero costituire un incentivo per il *management* della banca a preferire l'emissione di strumenti di ricapitalizzazione emessi sotto forma di obbligazioni (*i.e.* strumenti innovativi di capitale)<sup>8</sup>.

Lo scopo di questo articolo è di individuare, da un lato, le caratteristiche che uno strumento finanziario dovrebbe possedere per essere computato nella base patrimoniale della banca («capitale versato» o *Core Tier 1*) e, dall'altro, mostrare che non tutti gli strumenti giuridici che rientrano nella nozione giuridica di «azione» integrano la nozione di «capitale versato» ai fini della disciplina di vigilanza. In particolare, l'emissione di nuove azioni non implica

<sup>8</sup> La ricapitalizzazione mediante emissione di nuove azioni potrebbe essere disincentivata da almeno tre ordini di problemi: *a*) la competenza dell'assemblea straordinaria; *b*) la disciplina del diritto di opzione sulle nuove azioni e *c*) i rischi di diluizione della compagine sociale e degli utili connessi con l'emissione di nuovo capitale azionario. Sotto il primo profilo, la competenza dell'assemblea straordinaria a deliberare l'aumento del capitale sociale (art. 2365 c.c.) può rendere difficile il raggiungimento delle maggioranze necessarie specie nelle società che presentano un azionariato assai frammentato (salva la possibilità che lo statuto deleghi agli amministratori la facoltà di aumentare il capitale sociale – art. 2443 c.c.). In secondo luogo, il coinvolgimento dell'assemblea straordinaria presenta dei costi non indifferenti e rischia di rallentare eccessivamente i tempi di realizzazione dell'operazione. Sotto il secondo profilo, le azioni di nuova emissione devono essere offerte in opzione ai soci in proporzione al numero delle azioni possedute, salvo che le stesse debbano essere liberate mediante conferimenti in natura. Il riconoscimento del diritto di opzione comporta un costo per la società. L'obbligo di offrire i diritti di opzione ai soci prima di poterli cedere a terzi o sul mercato ritarda in modo considerevole la realizzazione dell'aumento di capitale e limita la facoltà del *management* di decidere l'emissione di pacchetti azionari significativi riducendo la capacità della società di raccogliere capitale di rischio (v. Kraakman *et. al.*, *Diritto societario comparato*, ed. it. a cura di Luca Enriques, trad. di F. Dagnino e S. Nocella, Il Mulino, Bologna, 2006, p. 188). Infine, anche quando ricorrano i presupposti per l'esclusione del diritto di opzione, una decisione di aumento del capitale potrebbe non essere vista favorevolmente tanto dall'attuale gruppo di controllo quanto dai soci di minoranza. Infatti, sia i primi che i secondi subirebbero una diluizione della propria partecipazione e una diminuzione degli utili connessi con l'emissione di nuovo capitale azionario. La diluizione del gruppo di controllo, inoltre, potrebbe non essere vista favorevolmente neppure dagli amministratori. Infatti, nella misura in cui l'aumento di capitale indebolisce la posizione dell'attuale gruppo di controllo, gli amministratori che, come normalmente avviene, sono espressione del gruppo di controllo, potrebbero temere per la loro poltrona.

necessariamente l'imputabilità delle medesime nel «capitale versato» ai fini della disciplina di vigilanza, ma è possibile che le stesse debbano, in considerazione delle caratteristiche concrete dello strumento o dell'operazione, essere «declassate» e (ri)qualificate come «strumenti innovativi di capitale» ai fini dei requisiti patrimoniali della banca. In altre parole, la qualificazione di diritto societario di uno strumento finanziario dovrebbe prescindere dalla sua qualificazione sotto il profilo della disciplina di vigilanza. Si prenderanno in esame, al riguardo, i casi MPS e Unicredit per dimostrare che la Banca d'Italia ha adottato un approccio piuttosto «formalistico» nella qualificazione degli strumenti di ricapitalizzazione come *Core Tier 1*. Prima di procedere in questa direzione sembra però opportuno fornire alcune nozioni relative alla funzione del patrimonio di vigilanza e alla sua composizione per comprendere i principi che stanno alla base della disciplina di vigilanza e che dovrebbero guidare l'interprete nella interpretazione delle relative disposizioni.

Non verranno affrontate, invece, le questioni di carattere contabile e fiscale che possono incidere sulla scelta di una determinata misura di rafforzamento patrimoniale.

## 2. Il capitale di una banca e gli Accordi di Basilea

Il capitale di una impresa costituisce, dal punto di vista contabile, una fondamentale figura del suo patrimonio netto, ossia della differenza fra le attività e le passività. Esso rappresenta un importante parametro di valutazione della solvibilità dell'impresa e della sua capacità di far fronte ad eventuali perdite<sup>9</sup>.

Sul presupposto che la solvibilità delle banche, e più in generale la stabilità e l'affidabilità del sistema bancario, costituiscono esigenze di interesse pubblico di importanza tale da giustificare un intervento regolatorio al livello internazionale, il Comitato di Basilea ha introdotto una definizione comune di «patrimonio» ed un sistema di regole che impone alle banche che esercitano la loro attività al livello internazionale<sup>10</sup> il rispetto di alcuni requisiti pa-

<sup>9</sup> V. Sironi, *Addio Basilea 2*, pubblicato il 17 dicembre 2008 su <http://www.lavoce.info>, ove si osserva che, maggiore è il patrimonio netto di una impresa, minore è il rischio che questa si trovi, a seguito di perdite che diminuiscono il valore dell'attivo, in condizioni di insolvenza. Cfr., anche, Maiser e Maino, *Capitale e rischio: recenti tendenze e prospettive nella patrimonializzazione delle banche italiane*, in *Interventi tenuti nell'ambito del seminario su: Redditività, patrimonio e mutamenti organizzativi nelle banche italiane*, S. Marco, Perugia, 16 marzo 2002, reperibile su [www.abi.it](http://www.abi.it), secondo cui il capitale svolge una duplice funzione di «cuscinetto» per l'assorbimento delle perdite e di contenimento delle probabilità di insolvenza.

<sup>10</sup> Gli Accordi di Basilea non si applicano, infatti, alle banche che esercitano la propria attività solo al livello locale.

trimoniali minimi. In particolare, è previsto che le banche dovrebbero mantenere un livello minimo di capitale per l'esercizio della loro attività<sup>11</sup>.

La funzione del patrimonio di vigilanza è, dunque, di tutelare la stabilità del sistema bancario e assicurare che le banche siano in grado di assorbire eventuali perdite senza pregiudicare le ragioni dei depositanti (i cui crediti non sono, infatti, coperti da alcuna garanzia sugli *assets* della banca)<sup>12 13</sup>. Questa funzione, che nel nostro ordinamento trova anche fondamento costituzionale nell'art. 47 Cost., dovrebbe essere tenuta sempre presente nell'interpretazione delle disposizioni regolamentari in esame e nella valutazione delle operazioni di ricapitalizzazione delle banche.

L'idea di fondo è che nella misura in cui la struttura finanziaria della banca è articolata in conformità a quanto previsto dalla disciplina di vigilanza, la banca dovrebbe essere sempre in grado di garantire la restituzione dei depositi, anche in caso di crisi. La nozione di «capitale» non va, dunque, intesa in senso tecnico-giuridico ma in senso economico e comprende anche tutte quelle risorse finanziarie disponibili che consentono alla banca di assorbire eventuali perdite, anche se apportate da terzi<sup>14</sup>.

<sup>11</sup> Il rapporto fra il patrimonio di vigilanza e le attività, ognuna ponderata per un coefficiente di rischio, dovrebbe essere pari almeno all'8 per cento. La Banca d'Italia, a partire dal 2001, ha sollecitato i maggiori gruppi italiani a perseguire livelli di *Core Tier 1* pari almeno al 6 per cento. V. la Comunicazione della Banca d'Italia del 4 luglio 2008, reperibile sul Bollettino di vigilanza della Banca d'Italia, n. 7, luglio 2008. Sui requisiti patrimoniali delle banche previsti dagli Accordi di Basilea v., *ex multis*, Taylor, *What is Basel II and Why Has it Got Three Pillars?*, in «Journal of International Banking and Financial Law», 2004, 19; Bocchi e Lusignani, *Le nuove regole di Basilea 2: prime valutazioni sul rapporto banca-impresa in Italia*, in «Banca, impresa e società», 2004, p. 209; Mezzacapo, *I requisiti patrimoniali delle banche nella soft law del Nuovo Accordo di Basilea*, in «Economia e diritto del terziario», 2003, p. 679; Costa, *Le regole di Basilea II tra tutela del capitale delle banche e comportamenti virtuosi delle imprese*, in «Dir. Fall.», 2008, p. 98.

<sup>12</sup> Ad un capitale più elevato corrisponde un maggiore costo dell'eventuale *default* della banca per gli azionisti. Un capitale più ridotto ha, invece, l'effetto di trasferire il costo di *default* della banca sui creditori (*in primis*, i depositanti e gli obbligazionisti). V., anche, Richardson e Stephenson, *Some Aspects of Regulatory Capital, working paper*, cit., p. 17. Sotto altro profilo, la letteratura economica ha osservato che, poiché dal punto di vista dell'emittente l'*equity* presenta costi più elevati del debito, l'imposizione di livelli eccessivi di capitale aumenterebbe i costi di finanziamento delle banche con effetti negativi sui tassi di interesse dei prestiti. Cfr. Chami e Cosimano, *The Nature of Capital Adequacy Constraints Under the Basel Accord*, 2003, 6, reperibile su SSRN.

<sup>13</sup> Un'ulteriore obiettivo degli Accordi di Basilea è l'eliminazione, o quantomeno la riduzione, delle disparità competitive tra le diverse istituzioni che possono derivare dalla difformità dei sistemi di regolamentazione della loro attività. Cfr. Borroni, *Prestiti subordinati e debt capital nelle banche italiane*, Bancaria Editrice, 2008, p. 43.

<sup>14</sup> Cfr., anche, Portale, *La ricapitalizzazione delle aziende di credito in Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, a cura di Giuseppe B. Portale, Milano, Giuffrè, 1983.

Gli Accordi di Basilea identificano tre componenti del patrimonio di vigilanza (c.d. *Tier* nel gergo internazionale) in funzione della «qualità patrimoniale» degli elementi che lo compongono e della loro capacità di assorbimento delle perdite: *a*) capitale *Tier 1* (c.d. *core capital*), che costituisce l'elemento patrimoniale di «qualità» più pregiata; *b*) capitale *Tier 2* (c.d. *supplementary capital*), a suo volta suddiviso in *Upper Tier 2* e *Lower Tier 2*, e *c*) capitale *Tier 3*<sup>15</sup>. La distinzione tra i diversi *Tier* dipende essenzialmente dall'attitudine dei relativi componenti ad essere utilizzati per la copertura di eventuali perdite della banca.

Il capitale *Tier 1* è principalmente quello costituito dalle azioni ordinarie. Queste ultime, infatti, in considerazione della loro perpetuità e della discrezionalità della banca circa l'*an* e il *quantum* della loro remunerazione, costituiscono lo strumento di capitale di rischio per eccellenza e svolgono meglio di qualsiasi altro strumento la funzione di assorbimento delle perdite tipica del patrimonio di vigilanza.

Tuttavia, ed entro certi limiti, sono altresì computabili nel *Tier 1* particolari strumenti di debito (c.d. strumenti innovativi di capitale) che presentano determinate caratteristiche (tipiche dell'*equity*) individuate dalla disciplina di vigilanza e dirette ad assicurare la piena stabilità patrimoniale della banca.

### 3. Il patrimonio di vigilanza delle banche italiane

Gli Accordi di Basilea non hanno carattere vincolante ma si applicano soltanto su base volontaria. Essi, tuttavia, trovano applicazione in Italia per il tramite delle direttive comunitarie sui requisiti di capitale che hanno recepito le disposizioni degli Accordi di Basilea<sup>16</sup>. Per quanto interessa ai fini di questo studio, si deve, tuttavia, rilevare che le direttive in questione, se da un lato impongono alle banche italiane il rispetto dei requisiti patrimoniali previsti da Basilea, dall'altro concedono ampia discrezionalità agli Stati membri nella determinazione delle caratteristiche che consentono l'imputazione di un determinato strumento finanziario nelle diverse sezioni del patrimonio di vigilanza<sup>17</sup>.

<sup>15</sup> Nel calcolo della soglia di vigilanza dell'otto per cento possono calcolarsi soltanto il capitale *Tier 1* e il capitale *Tier 2*.

<sup>16</sup> Il riferimento è alle Direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE del 14 giugno 2006, relative rispettivamente all'accesso all'attività degli enti creditizi e all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi. L'Italia ha recepito queste direttive con il d.l. 27 dicembre 2006, n. 297, convertito dalla legge 23 febbraio 2007, n. 15, che ha modificato il TUB.

<sup>17</sup> Cfr., Borroni, *Prestiti subordinati e debt capital nelle banche italiane*, cit., p. 60. Qualche riferimento è, invece, contenuto nel c.d. *Sidney Press Release* del 1998, con cui il Comitato di Basilea sulla vigilanza bancaria ha indicato le condizioni affinché gli strumenti ibridi di capitale

Con riferimento al nostro ordinamento, la composizione del patrimonio di vigilanza è, allo stato attuale, rimessa alle disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia, e presenta alcune differenze rispetto agli Accordi di Basilea. La disciplina di vigilanza<sup>18</sup> suddivide il patrimonio di vigilanza in tre sezioni: *a*) patrimonio di base (tendenzialmente corrispondente al *Tier 1*), composto principalmente dal «capitale versato» (*Core Tier 1*) e dagli «strumenti innovativi di capitale» che presentino le caratteristiche individuate nella disciplina di vigilanza (ad es. prestiti subordinati ed irredimibili)<sup>19</sup>; *b*) patrimonio supplementare (paragonabile al *Tier 2*, senza però l'ulteriore distinzione tra *Upper Tier 2* e *Lower Tier 2*), composto principalmente dagli «strumenti ibridi di patrimonializzazione» e dalle «passività subordinate di secondo livello» (che possono essere computati nel patrimonio supplementare entro il limite della metà del patrimonio di base)<sup>20, 21</sup> e *c*) patrimonio di terzo livello (assimilabile

possano essere inclusi nel *Tier 1 capital* della banca. Deve poi rilevarsi che, nei mesi scorsi, il CESB (*Committee of European Banking Supervision*), prima, e la Commissione Europea, poi, hanno avviato una consultazione volta ad introdurre una specifica disciplina di armonizzazione degli strumenti di capitale *Tier 1*. In particolare, la proposta di direttiva del Parlamento e del Consiglio dell'1 ottobre 2008, modificativa delle direttive sul capitale, sul presupposto dell'importanza che gli strumenti ibridi rivestono per la struttura patrimoniale delle banche, intende armonizzare i criteri per l'inclusione degli strumenti ibridi nel patrimonio di vigilanza.

<sup>18</sup> V. Titolo I, Capitolo 2, Sezione II, della Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006.

<sup>19</sup> Gli altri elementi che possono essere computati nel patrimonio di base sono: *a*) le riserve (compresa quella da sovrapprezzo di azioni); *b*) l'utile del periodo e *c*) i filtri prudenziali positivi del patrimonio di base. Ai fini del calcolo del patrimonio di base vanno poi dedotte le seguenti componenti negative: *a*) le azioni proprie; *b*) l'avviamento; *c*) le immobilizzazioni immateriali; *d*) le rettifiche di valore su crediti e, infine, *e*) le perdite registrate in esercizi precedenti e in quello in corso.

<sup>20</sup> Per strumenti ibridi di patrimonializzazione e passività subordinate si intendono, in generale, passività irredimibili o subordinate emesse dalle banche sotto forma di obbligazioni (convertibili o non convertibili), certificati di deposito o buoni fruttiferi. Si tratta di strumenti assimilabili più al debito che al patrimonio i quali, sebbene siano considerati di qualità secondaria quanto alla loro attitudine ad assorbire eventuali perdite della banca, posseggono pur sempre una certa capacità di protezione dei creditori e vengono perciò ammessi nel calcolo del patrimonio di vigilanza. Gli altri elementi che possono essere computati nel patrimonio supplementare sono: *a*) le riserve di valutazione; *b*) le plusvalenze nette su partecipazioni; *c*) l'eventuale eccedenza delle rettifiche di valore complessive rispetto alle perdite attese; *d*) gli altri elementi positivi (si fa riferimento alle «differenze di cambio» rilevate in bilancio quando presentano segno positivo e *e*) i filtri prudenziali positivi del patrimonio supplementare. Ai fini del calcolo del patrimonio supplementare vanno poi dedotte le seguenti componenti negative: *a*) le minusvalenze nette su partecipazioni; *b*) gli altri elementi negativi e *c*) i filtri prudenziali negativi del patrimonio supplementare.

<sup>21</sup> Il patrimonio supplementare è ammesso nel calcolo del patrimonio di vigilanza entro un ammontare massimo pari al patrimonio di base. Ne consegue che l'emissione di strumenti computabili nel patrimonio di base presenta il duplice effetto di incrementare il patrimonio di

	Capitale versato	Strumenti innovativi di capitale	Strumenti ibridi di patrimonializzazione	Passività subordinate di secondo livello
Durata	Irredimibile	Irredimibile	Pari o superiore a 10 anni	Pari o superiore a 5 anni
Remunerazione	Eventuale. Consente la corresponsione di un dividendo privilegiato, ma non senza limiti temporali	Facoltà di cancellazione (in mancanza di profitti); obbligo di sospensione (se il coefficiente scende sotto il 5 per cento) e di non cumulabilità	Gli interessi devono poter essere sospesi in caso di andamento negativo nella misura necessaria a evitare o limitare le perdite	Nessun limite alla remunerazione
Diritti di liquidazione	<i>Residual claimers</i>	Privilegiati agli azionisti ma subordinati a tutti gli altri creditori	Rango inferiore a tutti gli altri creditori non ugualmente subordinati	Rango inferiore a tutti gli altri creditori non ugualmente subordinati
Autorizzazione rimborso da parte della Banca d'Italia	Non richiesta	Richiesta	Richiesta	Richiesta

al *Tier 3*) composto dalla quota di passività subordinate di secondo livello non computabile nel patrimonio supplementare perché eccedente il cinquanta per cento del patrimonio di base e dalle passività subordinate di terzo livello.

Anche con riguardo alla disciplina italiana, la distinzione tra i diversi elementi del patrimonio di vigilanza dipende essenzialmente dall'attitudine dei relativi componenti ad essere utilizzati per la copertura di eventuali perdite della banca.

La tabella che segue riassume, senza pretese di completezza, le principali caratteristiche che uno strumento deve possedere per essere incluso nelle diverse sezioni del patrimonio di vigilanza.

### 3.1. *Il patrimonio di base*

Come si è anticipato, il patrimonio di base è composto principalmente dal «capitale versato» e dagli «strumenti innovativi di capitale»<sup>22</sup>. Questi ultimi, che costituiscono elementi patrimoniali di qualità inferiore rispetto al «capi-

base e di allargare il cesto di strumenti computabili nel patrimonio supplementare che possono essere emessi dalla banca.

<sup>22</sup> Un ulteriore componente quantitativamente importante del patrimonio di base è costituita dalle riserve (anche da soprapprezzo di azioni) e dall'utile di periodo. Gli utili conseguiti

tale versato», sono tecnicamente strumenti di debito (in genere emessi sotto forma di obbligazioni) che possono essere strutturati in vario modo e presentano alcune caratteristiche tipiche del capitale di rischio, quali ad esempio una lunga scadenza associata alla possibilità per la banca di sospendere (senza possibilità di cumulo) la remunerazione per fronteggiare eventuali perdite. In considerazione della duplice natura questi strumenti finanziari vengono generalmente qualificati come «ibridi» o di «quasi capitale». Un esempio è costituito dai prestiti subordinati caratterizzati da una clausola di postergazione che, in caso di liquidazione o fallimento della banca, subordina i creditori postergati a tutti agli altri creditori<sup>23</sup> e dai prestiti irredimibili aventi durata perpetua<sup>24</sup>. Per essere computati nel patrimonio di base questi strumenti devono possedere certe caratteristiche individuate dalla Banca d'Italia e dirette a garantire la stabilità patrimoniale della banca e la immediata disponibilità delle somme in caso di perdite<sup>25</sup>.

nel corso dell'esercizio possono essere computabili nel patrimonio di vigilanza indipendentemente dalla delibera di approvazione del bilancio.

<sup>23</sup> Naturalmente, i creditori postergati mantengono un rango privilegiato rispetto agli apportanti capitale di rischio.

<sup>24</sup> Nella prassi statunitense, molto diffuse sono le *preference shares*: si tratta generalmente di azioni che godono di certi privilegi patrimoniali in relazione sia ai dividendi (che possono essere cumulabili o non cumulabili) sia ai diritti di liquidazione e i cui diritti amministrativi sono, di norma, limitati o subordinati al ricorrere di certe condizioni. Sulle *preference shares* v., nella letteratura in lingua italiana, Lamandini, *Struttura finanziaria e governo delle società di capitali*, cit., p. 43; Cincotti e Nieddu, *Le preferred shares nel diritto italiano: proprietà della società per azioni e strumenti finanziari ibridi*, in «Giur. Comm.», 2003, p. 675. Nella letteratura in lingua inglese v., *ex multis*, Laurent, *Capital Structure Decision: The Use of Preference Shares and Convertible Debt in the UK*, 2001, reperibile su [ssrn.com](http://ssrn.com); Pons-Sanz, Zuta, Ofer, Ravid e Venezia, *When are Preferred Shares Preferred? Theory and Empirical Evidence*, in Yale ICF Working Paper n. 03-19, reperibile su [ssrn.com](http://ssrn.com); Lee, *Equity and Preference Shares: A Problem of Definition*, in «Singapore Journal of Legal Studies», 1992, 127. Per un panorama generale, Choper, Coffee e Gilson, *Cases and Materials on Corporations*, 2004, sesta edizione, p. 205.

<sup>25</sup> Il Comitato di Basilea aveva anche individuato le caratteristiche che gli strumenti innovativi di capitale avrebbero dovuto possedere per poter essere inseriti nel *Tier 1*. La relativa disciplina è stata recepita dal legislatore comunitario che, da un lato, ha rimesso alla discrezionalità degli Stati membri la decisione se consentire o meno l'imputazione degli strumenti innovativi di capitale nel novero dei «fondi propri» della banca, e dall'altro, ha lasciato un ampio margine di manovra agli Stati membri nella determinazione delle caratteristiche che tali strumenti devono possedere per essere considerati «fondi propri» (v. artt. 56 ss. della Direttiva 2006/48/CE). In particolare, la Banca d'Italia ha individuato le seguenti caratteristiche che gli «strumenti innovativi di capitale» devono rispettare per poter essere computati nella base patrimoniale della banca (Titolo I, Capitolo 2, paragrafo 3 della Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006):

A) Insediamento dell'emittente.

La banca o la società finanziaria appartenente al gruppo bancario devono essere insediate in uno Stato comunitario o in uno Stato appartenente al Gruppo dei Dieci. Nel caso in cui

Tuttavia, mentre il «capitale versato» è ammesso nel computo del patrimonio di base senza alcuna limitazione, gli strumenti innovativi di capitale possono essere computati solo nella misura del venti per cento dell'ammontare del patrimonio di base, comprensivo degli strumenti innovativi stessi. Nell'ambito di tale limite, gli strumenti che prevedono clausole di revisione automatica del tasso di remunerazione (c.d. *step-up*) connesse con la facoltà di rimborso o clausole di altro tipo atte ad incentivare il rimborso da parte dell'emittente, devono essere contenute nel limite del quindici per cento

l'emissione avvenga tramite una controllata estera, è, altresì, richiesta la stipulazione di un apposito contratto (*on-lending*) che determini il trasferimento delle somme raccolte dalla società emittente alla banca principale (solitamente la capogruppo) a condizioni analoghe a quelle previste per l'emissione.

B) Limiti al rimborso anticipato e alle clausole di *step-up*.

La presenza di eventuali clausole di *step-up* ben potrebbero pregiudicare la effettiva disponibilità delle risorse finanziarie. Infatti, la presenza di uno *step-up* oneroso costituisce un forte incentivo per l'esercizio del diritto di rimborso da parte dell'emittente. Per questo motivo, il legislatore ha previsto l'obbligatoria irredimibilità dei titoli e ha stabilito che tanto l'eventuale facoltà di rimborso da parte dell'emittente (soggetta, in ogni caso, alla preventiva autorizzazione della Banca d'Italia) quanto eventuali clausole di *step-up* non possano essere previste prima che siano trascorsi dieci anni dall'emissione. Inoltre, l'ammontare dello *step-up* non può in ogni caso eccedere, alternativamente, i cento punti base oppure il cinquanta 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 del tasso.

C) Differimento degli interessi.

Al fine di garantire la capacità degli strumenti di assorbire eventuali perdite subite dalla banca, la disciplina di vigilanza stabilisce che il contratto deve prevedere la possibilità di non corrispondere gli interessi ai detentori dei titoli se, nell'esercizio precedente, la banca che controlla direttamente o indirettamente la società emittente non ha avuto profitti distribuibili e/o non ha pagato dividendi agli azionisti.

La corresponsione degli interessi deve essere, inoltre, sospesa qualora il coefficiente patrimoniale complessivo della banca scenda al di sotto del cinque per cento per effetto di perdite di esercizio e la banca non abbia pagato dividendi agli azionisti.

Gli interessi non possono essere cumulabili. Qualora non siano pagati interessi, il diritto alla remunerazione è perso definitivamente.

D) Piena disponibilità delle somme da parte della banca.

Il contratto deve prevedere che le somme raccolte con l'emissione di titoli risultino nella piena disponibilità della banca medesima, qualora il coefficiente patrimoniale complessivo della banca scenda al di sotto del cinque per cento per effetto di perdite d'esercizio, in modo da poter essere utilizzate senza limitazioni per la copertura delle perdite.

E) Diritti di liquidazione.

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

F) Autorizzazione della Banca d'Italia.

Il rispetto dei requisiti finora esaminati è in ogni caso sottoposto ad una valutazione della Banca d'Italia che dovrà valutare caso per caso il loro rispetto e rilasciare, entro sessanta giorni dalla richiesta, una autorizzazione alla computabilità dei titoli nel patrimonio di base.

dell'ammontare del patrimonio di base comprensivo solo di tali ultimi strumenti. Le eventuali eccedenze possono essere computate nel patrimonio supplementare come strumenti ibridi di patrimonializzazione.

Queste limitazioni mostrano chiaramente la preferenza della Banca d'Italia per gli strumenti di capitale «puro», che vengono considerati una posta patrimoniale più pregiata rispetto agli strumenti innovativi di capitale ai fini dei requisiti di adeguatezza patrimoniale della banca, per la loro maggiore attitudine ad assorbire eventuali perdite della banca senza limiti temporali e per la discrezionalità della banca circa l'*an* e il *quantum* della remunerazione<sup>26</sup>. Anche sotto il profilo reputazionale, in caso di necessità di far fronte ad esigenze di liquidità, una decisione di non pagare o di ritardare il pagamento dei dividendi sulle azioni presenta, dal punto di vista della banca, conseguenze reputazionali meno gravi rispetto ad una decisione di sospensione del pagamento delle cedole. Il mancato pagamento delle cedole avrebbe, infatti, un impatto certamente negativo sulla immagine di solidità e solvibilità della banca.

Prima di spostare l'indagine sulle caratteristiche che consentono di qualificare in concreto uno strumento finanziario come «capitale versato» deve rilevarsi che la qualificazione dello strumento finalizzata alla sua corretta allocazione nelle diverse poste del patrimonio di vigilanza dovrebbe sempre essere guidata dal principio della prevalenza della sostanza sulla forma (principio che sembra, fra l'altro, essere stato accolto anche dallo IAS 32 con riferimento alla qualificazione contabile dello strumento)<sup>27</sup>. In altre parole, e sul presupposto che la disciplina sui requisiti patrimoniali ha, come si è visto, quale fine ultimo di garantire la capacità delle banche di assorbire eventuali

<sup>26</sup> Anche il Comitato di Basilea ha più volte sottolineato che il patrimonio di base dovrebbe essere costituito sostanzialmente dalle azioni ordinarie, giusta la loro piena e incondizionata capacità di assorbimento delle perdite («Voting common shareholders' equity... should be the predominant form of bank's Tier 1 capital» – Comitato di Basilea, 1998). Tuttavia, la decisione della *Federal Reserve* nel 1996 di consentire alle banche statunitensi l'inserimento nel *Tier 1* di una particolare tipologia di strumenti «ibridi» aventi natura di titoli di debito (c.d. *capital securities*) e la larga e rapida diffusione di questi titoli, induceva il Comitato, due anni dopo, a riconsiderare la struttura del patrimonio di vigilanza e consentire, entro certi limiti, l'utilizzo di tali forme ibride per assicurare un *playing field* uniforme (v. Borroni, *Prestiti subordinati e debt capital nelle banche italiane*, cit., p. 51, ove si osserva che dopo i provvedimenti della *Federal Reserve*, numerose banche attive al livello internazionale avevano provveduto ad emettere questi titoli direttamente – tramite banche con sede in paesi non appartenenti al Comitato di Basilea – o per il tramite di proprie controllate aventi sede negli Stati Uniti).

<sup>27</sup> Lo IAS 32 prevede, infatti, che «l'emittente di uno strumento finanziario deve classificare lo strumento... al momento della rilevazione iniziale come una passività finanziaria, attività finanziaria o uno strumento rappresentativo di capitale in conformità alla sostanza degli accordi contrattuali e alle definizioni di una passività finanziaria, di un'attività finanziaria, e di uno strumento rappresentativo di capitale».

perdite e di far fronte alle situazioni di crisi, non potrebbe darsi rilievo esclusivo alla qualificazione giuridica formale dello strumento, ma è necessario ricercare la sostanza economica dell'operazione sottostante all'emissione per verificare se essa realizzi o meno un trasferimento effettivo del rischio dell'emittente sul mercato.

### 3.2. Patrimonio di base: «capitale versato»

Il capitale versato deve essere identificato con il capitale rappresentato da azioni (capitale di rischio). La disciplina di vigilanza non fornisce, tuttavia, una definizione di «capitale versato» ma si limita: *a*) a stabilire che possono essere computate in tale sezione del patrimonio di vigilanza le «azioni o le quote» anche quando «attribuiscono ai loro possessori una maggiorazione del dividendo rispetto ai soci ordinari» (azioni privilegiate) e *b*) ad escludere che possano essere considerate «capitale versato» le azioni o le quote «il cui diritto alla maggiorazione sia esercitabile *senza limiti temporali*» (il corsivo è aggiunto)<sup>28</sup>. La disciplina di vigilanza nulla prevede, invece, a proposito della possibilità di articolare i diritti di liquidazione e i diritti amministrativi collegati alle azioni o quote computabili nel «capitale versato», che dovrà, pertanto, ricavarsi in via interpretativa.

In via preliminare, si deve rilevare che le azioni e le quote possono essere computate nel capitale «versato» soltanto per le somme effettivamente liberate. Pertanto, qualora fossero versati, per esempio, solo una parte dei conferimenti in denaro, l'aumento di capitale potrebbe computarsi nel patrimonio di vigilanza entro quei limiti<sup>29</sup>. Inoltre, devono essere dedotte dal «capitale versato» le azioni proprie nella misura delle somme pagate per l'acquisto, trattandosi di capitale che viene effettivamente rimborsato agli azionisti piuttosto che di «mezzi propri».

Ciò premesso, in mancanza di una definizione nella legislazione speciale, la nozione di «capitale versato» deve essere ricostruita in via interpretativa partendo dalla nozione codicistica di «azione» e utilizzando come criteri guida la disciplina sul patrimonio di vigilanza e i principi che stanno alla base di questa disciplina, con particolare riferimento alla funzione di assorbimento delle perdite tipica del patrimonio di vigilanza e al principio di prevalenza della sostanza sulla forma (strumentale alla funzione di assorbimento). In particolare, occorre chiedersi se, ed entro quali limiti, la nozione di «capi-

<sup>28</sup> V. Titolo I, Capitolo 2, Sezione II, paragrafo 1.1. della Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006

<sup>29</sup> In questo senso v., anche, la sezione 1, sottosezione 3, par. 3.1. della Circolare della Banca d'Italia n. 155 del 18 dicembre 1991, dodicesimo aggiornamento, del 5 febbraio 2008.

tale versato» ai fini della disciplina di vigilanza debba corrispondere o meno alla nozione di «azione» e se esistono strumenti finanziari qualificabili come azioni ma non come «capitale versato».

La disciplina societaria lascia all'autonomia privata ampi spazi di libertà nella determinazione del contenuto delle azioni<sup>30</sup>. Tuttavia, nonostante questa ampiezza della fattispecie, si è ritenuto di potere individuare alcuni elementi indefettibili della fattispecie in mancanza dei quali non è possibile qualificare uno strumento finanziario come «azione». Sono considerati elementi indefettibili, oltre alla imputazione dello strumento finanziario a capitale sociale che attribuisce la qualità di socio<sup>31</sup>: *a*) la partecipazione al rischio di impresa in misura superiore a qualsiasi creditore (sia con riferimento al rimborso dell'investimento, che dovrebbe essere soltanto eventuale e subordinato al pagamento integrale di tutti i creditori, sia in relazione alla remunerazione dello stesso, che dovrebbe essere almeno in parte commisurata all'andamento dell'impresa sociale)<sup>32</sup> e *b*) la partecipazione alla gestione della cosa comune. Quest'ultima va intesa semplicemente come attribuzione al socio di almeno alcuni diritti di controllo corporativi (derivanti cioè dall'organizzazione sociale) e prescinde, invece, dall'attribuzione del diritto di voto, salvo il limite generale secondo cui il valore delle azioni senza diritto di voto o con diritto di voto limitato non può superare la metà del capitale sociale (art. 2351, secondo comma, c.c.)<sup>33</sup>. Al di là di questi limiti, l'autonomia privata può articolare liberamente i diritti patrimoniali e amministrativi collegati alle azioni.

Ciò premesso, vediamo ora se questi stessi elementi che consentono di qualificare uno strumento finanziario come «azione» debbano valere a qualificare uno strumento finanziario come «capitale versato» ai fini della disciplina di vigilanza e, dunque, se le due nozioni coincidono. La risposta sembra dover essere parzialmente negativa.

<sup>30</sup> Sulla nozione di azione dopo la riforma del diritto societario del 2003, v., *ex multis*, Notari e Giannelli, *Azioni*, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da Piergaetano Marchetti, Luigi A. Bianchi, Federico Grezzi e Mario Notari, Milano, Giuffrè, 2008, pp. 52 ss.; Notari, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in «Banca, borsa, tit. cred.», 2003, p. 542; Rabitti Bedogni, *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni*, in «Dir. banca e merc. fin.», 2004, p. 185.

<sup>31</sup> Sulla imputazione al capitale sociale come elemento indefettibile della fattispecie azione v. Galgano, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da Francesco Galgano, Padova, 2003, p. 109. V, già, prima della introduzione del codice civile, Marghieri, *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *Il codice di commercio commentato*, a cura di Leone Bolaffio e Cesare Vivante, Torino, 1929, p. 439.

<sup>32</sup> V. Tombari, *Azioni di risparmio e strumenti ibridi «partecipativi»*, Torino, Giappichelli, 2001, p. 51.

<sup>33</sup> V. Lamandini, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, Il Mulino, 2001, p. 32.

In primo luogo, la funzione di assorbimento delle perdite che caratterizza l'intera disciplina del patrimonio di vigilanza sembra escludere la rilevanza del limite *sub b)* ai fini della ricostruzione della nozione di «capitale versato». Infatti, la capacità di assorbimento delle perdite sembra essere insensibile all'articolazione dei diritti partecipativi. Per esempio, non sembrano esservi particolari problemi a qualificare come capitale versato le azioni senza diritto di voto previste dall'art. 2351, secondo comma, c.c. o le azioni di risparmio previste dagli artt. 145 ss. TUF.

Per quanto riguarda, invece, il limite *sub a)* l'allocatione gerarchica in sede di liquidazione e la corresponsione di un dividendo privilegiato ben potrebbero pregiudicare la capacità di assorbimento delle perdite del capitale azionario. Occorre considerare separatamente le due questioni.

A) La disciplina di vigilanza non prevede alcuna restrizione in relazione alla possibilità di computare nel capitale versato categorie di azioni che attribuiscono privilegi in sede di liquidazione. Mentre la disciplina degli strumenti innovativi di capitale impone, come si vedrà nel paragrafo successivo, che in caso di liquidazione della banca, i possessori di questi titoli devono essere privilegiati rispetto ai detentori di azioni ma subordinati a tutti gli altri creditori. Sembra, pertanto, potersi affermare che ai fini della computazione delle azioni nel «capitale versato» l'unico limite sia costituito dalla necessaria previsione di diritti di liquidazione residuali (*residual claims*) rispetto a tutti i creditori, qualsiasi sia la loro natura, che dovranno essere rimborsati integralmente prima di poter distribuire qualsiasi somma di denaro alle azioni. Al di fuori di questo limite, potranno computarsi nel «capitale versato» anche azioni che attribuiscono privilegi in sede di liquidazione, ferma restando la necessaria «eventualità» del rimborso.

B) La corresponsione di un dividendo privilegiato non sembra in linea di principio dover pregiudicare la computabilità delle azioni nel patrimonio di base, a condizione che tale dividendo non nasconda in realtà una vera e propria obbligazione perpetua assimilabile ad un interesse sul capitale investito. Al riguardo, si possono individuare quantomeno due limiti: uno esplicito e uno implicito. Il limite esplicito è quello ricordato in precedenza secondo cui non possono essere computate nel patrimonio di base le azioni che attribuiscono ai loro possessori una maggiorazione del dividendo rispetto ai soci ordinari esercitabile *senza limiti temporali*, salvo poi le incertezze cui potrebbe dar luogo la genericità di questa clausola. Il limite implicito sembra, invece, poter essere individuato nella necessaria commisurazione della corresponsione del dividendo all'andamento della banca e nel potere della banca di sospendere i pagamenti (senza possibilità di cumulo) in caso di perdite. Il mancato rispetto dei limiti suddetti trasformerebbe, infatti, la corresponsione del dividendo in un vera e propria obbligazione di remunerazione del capitale investito assimilabile al pagamento di un interesse.

Da quanto finora detto, emerge che non tutti gli strumenti giuridici che rientrano nella nozione giuridica di «azione» integrano la nozione di «capitale versato» ai fini della disciplina di vigilanza. In altre parole, l'emissione di nuove azioni non implica necessariamente l'imputabilità delle medesime nel «capitale versato» ai fini della disciplina di vigilanza, ma è possibile che le stesse debbano essere «declassate» come strumenti innovativi di capitale soggetti al limite del venti per cento. La valutazione andrà fatta caso per caso alla luce della causa giuridica del contratto e delle caratteristiche concrete dell'operazione economica sottostante all'emissione.

### 3.3. (segue) *Il principio della prevalenza della sostanza sulla forma: i casi MPS e Unicredit*

Come si è più volte sottolineato, la qualificazione giuridica degli strumenti di ricapitalizzazione delle banche dovrebbe essere condotta alla stregua del principio della prevalenza della sostanza sulla forma. Questo principio impone di ricercare la sostanza economica dell'operazione sottostante all'emissione per verificare se essa realizzi o meno un trasferimento effettivo del rischio dell'emittente sul mercato. Tuttavia, come si dirà in questo paragrafo, la Banca d'Italia sembra aver adottato un orientamento piuttosto «formalistico» nell'autorizzare l'aumento di capitale recentemente eseguito da Banca Monte dei Paschi di Siena (MPS) a servizio dell'acquisizione della Banca Antonveneta (Antonveneta) e riservato alla banca d'affari JP Morgan. Infatti, le modalità concrete di realizzazione dell'aumento di capitale in questione sollevano non poche incertezze circa la correttezza della sua qualificazione come «capitale versato» (e, dunque, *Core Tier 1*) ai fini dei requisiti patrimoniali di MPS e sembrano trasformare l'aumento di capitale in una operazione sostanzialmente di emissione di «strumenti innovativi di capitale».

Per meglio comprendere i problemi di qualificazione giuridica ai quali si è accennato occorre descrivere i termini essenziali dell'operazione. L'aumento di capitale di MPS è stato interamente liberato da JP Morgan con i proventi derivanti dall'emissione, da parte di una società fiduciaria lussemburghese esterna al gruppo, di titoli a durata molto lunga<sup>34</sup> convertibili in azioni ordinarie MPS e qualificabili come strumenti innovativi di capitale. Contestualmente all'aumento di capitale, MPS e JP Morgan stipulavano una serie di contratti ancillari che sembrano aver come effetto il sostanziale annullamento del rischio sopportato da JP Morgan e il trasferimento del medesimo su MPS. In particolare, venivano conclusi: *a*) un contratto di costituzione di usufrutto delle

<sup>34</sup> La scadenza degli strumenti è stata fissata al 31 dicembre 2099.

azioni sottoscritte da JP Morgan in favore di MPS, a fronte del quale MPS si obbligava a corrispondere un canone i cui proventi sono utilizzati per pagare gli interessi ai possessori degli strumenti convertibili; *b*) un contratto di *swap* con il quale JP Morgan assumeva l'obbligo di corrispondere a MPS la parte dei proventi dell'emissione degli strumenti (il cui prezzo incorpora il premio di conversione) non corrisposta come prezzo di sottoscrizione delle azioni.

Riprendendo i requisiti di vigilanza in materia di strumenti innovativi di capitale, il contratto di costituzione di usufrutto prevedeva, altresì, che: *a*) MPS non è tenuta a pagare il corrispettivo annuale pattuito come canone di usufrutto se, nell'esercizio precedente, quest'ultima non ha avuto profitti distribuibili e/o non ha pagato dividendi agli azionisti<sup>35</sup>; *b*) nel caso in cui MPS non paghi il corrispettivo annuale dovuto in base al contratto di costituzione di usufrutto, l'emittente non è tenuto a pagare la cedola ai portatori dei titoli.

La conversione dei titoli in azioni MPS diventa automatica in una serie di ipotesi, e in particolare: *a*) qualora il requisito patrimoniale di MPS dovesse scendere al di sotto della soglia del cinque per cento; *b*) nel caso di inadempimento da parte di MPS degli obblighi di pagamento assunti in base al contratto di costituzione di usufrutto e al contratto di *swap*; *c*) in caso di liquidazione di MPS. Nei casi appena menzionati si estingue altresì il contratto di usufrutto.

La figura 1 descrive in maniera più dettagliata la struttura dell'operazione.

Rispetto ad una emissione diretta, l'operazione descritta presentava l'indubbio vantaggio di rappresentare un aumento di capitale vero e proprio sottoscritto da un unico investitore, con un (almeno formalmente) impatto immediato sul *core capital* di MPS. La struttura dell'operazione presentava, inoltre, l'ulteriore vantaggio di limitare i rischi di diluizione dei dividendi e della partecipazione grazie alla struttura del contratto di usufrutto di azioni proprie che ha l'effetto di congelare i diritti di voto sulle azioni in usufrutto e di attribuire i dividendi sulle medesime proporzionalmente agli altri soci, in applicazione analogica dell'art. 2357-ter c.c.

Tuttavia, l'operazione descritta, sebbene si presenti formalmente come un vero e proprio aumento di capitale, pone seri problemi di (ri)qualificazione come emissione di strumenti innovativi di capitale se esaminata alla luce della funzione di assorbimento delle perdite e del principio di prevalenza della sostanza sulla forma. Ad avviso di chi scrive, infatti, l'operazione in questione non può essere trattata allo stesso modo del caso di un aumento di capitale «puro e semplice», ossia non collegato ad una emissione di strumenti innova-

<sup>35</sup> Inoltre, il pagamento del corrispettivo annuale può avvenire solo nella misura dei profitti distribuibili e non si cumula nel tempo.

Il prezzo di sottoscrizione delle azioni è uguale al prezzo di sottoscrizione dei FRESH meno 30% del premio di conversione

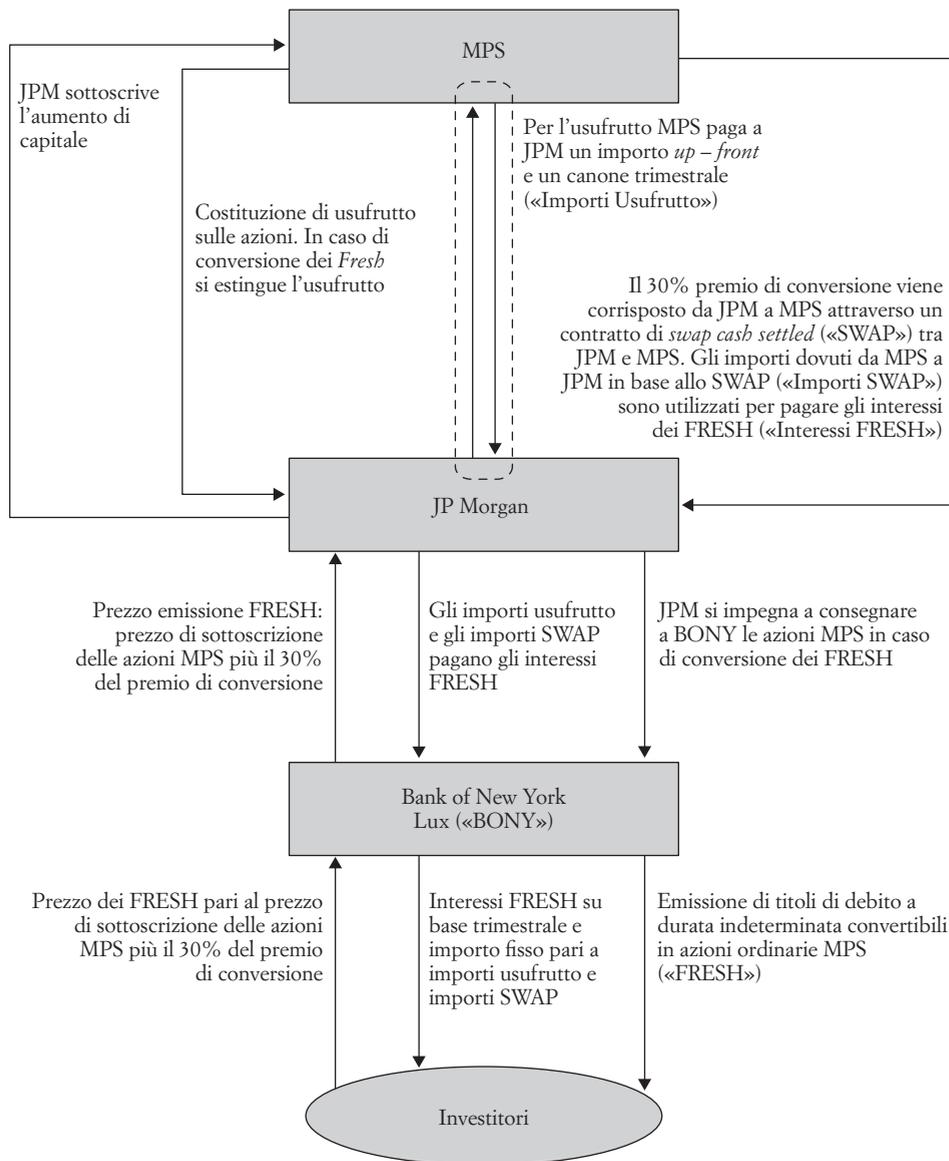


FIG. 1

tivi di capitale. In particolare, la struttura del contratto di usufrutto di azioni proprie e del contratto di *swap*, la convertibilità del prestito in azioni MPS e più in generale la complessiva funzione economica dell'operazione, sembrano

trasferire, *de facto*, l'onere di remunerazione dei titoli e i rischi connessi all'emissione sulla banca, che, infatti, a conclusione dell'operazione sembra sostanzialmente trovarsi un creditore (sebbene molto subordinato) piuttosto che un socio.

In primo luogo, i contratti fra MPS e JP Morgan – ed in particolare il contratto di usufrutto di azioni proprie – appaiono privi di autonomia causale rispetto all'emissione degli strumenti convertibili e volti, piuttosto, alla realizzazione di un assetto economico unitario consistente, da un lato nel finanziamento di MPS mediante i flussi derivanti dell'emissione degli strumenti convertibili, e dall'altro nel trasferimento dell'onere di remunerazione di tali strumenti in capo alla banca e nella sostanziale neutralizzazione del rischio di JP Morgan<sup>36</sup>. Nell'opinione della Suprema Corte<sup>37</sup>, «la considerazione unitaria della fattispecie» si impone ogni qualvolta, tra più negozi che presentano apparentemente una propria autonomia causale, esiste un collegamento negoziale consistente: *a*) nella ricorrenza del requisito oggettivo costituito dal nesso teleologico tra i negozi volti alla regolamentazione degli interessi reciproci delle parti nell'ambito di una finalità pratica consistente in un assetto economico globale ed unico, e *b*) nella ricorrenza del requisito soggettivo costituito dal «comune intento pratico delle parti di volere non solo l'effetto tipico dei singoli negozi in concreto posti in essere, ma anche il coordinamento tra di essi per la realizzazione di un fine ulteriore, che trascende dagli effetti tipici e che assume una propria autonomia».

Nel caso di specie, sembra che nell'intenzione delle parti l'emissione degli strumenti convertibili sia strumentale non già ad una causa di finanziamento dell'emittente quanto piuttosto alla sottoscrizione dell'aumento di capitale da parte di JP Morgan, e, dunque, al finanziamento di MPS, che a sua volta assume mediante il contratto di usufrutto l'onere di remunerazione dei titoli convertibili. Il canone di usufrutto viene a configurarsi nella sostanza come un pagamento degli interessi sugli strumenti convertibili.

In termini più generali, deve poi rilevarsi che la stessa possibilità di costituire un usufrutto sulle azioni proprie sembra essere quantomeno dubbia. Infatti, alla luce del disposto dell'art. 2357-ter, per effetto del quale le facoltà di godimento inerenti alle azioni proprie sono integralmente neutralizzate, l'usu-

<sup>36</sup> Secondo la Suprema Corte, la causa quale elemento essenziale del contratto «non deve essere intesa come mera ed astratta funzione economico-sociale del negozio bensì come sintesi degli interessi reali che il contratto è diretto a realizzare, e cioè come funzione individuale del singolo, specifico contratto, a prescindere dal singolo stereotipo contrattuale astratto, fermo restando che detta sintesi deve riguardare la dinamica contrattuale e non la mera volontà delle parti» (Cass., 8 maggio 2006, n. 10490).

<sup>37</sup> Cfr., *ex multis*, Cass. 16 marzo 2006, n. 5851.

frutto, avendo per contenuto proprio tali facoltà, risulterebbe sostanzialmente privo di contenuto, con conseguente nullità del contratto<sup>38</sup>.

Sotto altro profilo anche ove voglia ammettersi, da un lato, la possibilità di acquistare l'usufrutto di azioni proprie, e dall'altro, che la formale autonomia dei contratti fra la banca e JP Morgan – ed in particolare del contratto di usufrutto – rispetto all'emissione degli strumenti impedisce di considerare tale canone come pagamento di un interesse sugli strumenti convertibili, la conclusione circa il merito dell'operazione non muterebbe. Infatti, anche a voler considerare il contratto di usufrutto autonomo rispetto all'emissione degli strumenti convertibili, la titolarità della nuda proprietà delle azioni associata al diritto di percepire il corrispettivo dell'usufrutto sembrerebbe dar vita sostanzialmente ad una nuova categoria di azioni fornita di un diritto alla maggiorazione della remunerazione esercitabile «senza limiti temporali» e, come tale, non qualificabile «capitale versato»<sup>39</sup>. Infatti, la percezione del canone dell'usufrutto non può che derivare strutturalmente dalla titolarità della nuda proprietà delle azioni la quale non potrebbe essere ceduta senza contestuale cessione del diritto alla percezione del corrispettivo dell'usufrutto.

Per ovviare a questo problema, il contratto di costituzione dell'usufrutto potrebbe rendere il diritto alla percezione del canone da parte dell'emittente autonomo rispetto alla titolarità delle azioni. Tuttavia, anche in questo caso una eventuale cessione della nuda proprietà senza contestuale cessione del diritto alla percezione del pagamento del canone (ipotesti, peraltro, decisamente improbabile) renderebbe *sine causa* tale pagamento.

Alla tesi della creazione di una categoria speciale di azioni, potrebbe opporsi che la creazione di categorie speciali di azioni deve necessariamente derivare da una espressa previsione statutaria. Sebbene resta fuori dallo scopo di questo articolo analizzare la questione se sia configurabile una categoria speciale di azioni non espressamente prevista dallo statuto, si è dimostrato in precedenza che la qualificazione di diritto societario di uno strumento finanziario dovrebbe prescindere dalla sua qualificazione sotto il profilo della disciplina di vigilanza. E dal punto di vista di questa disciplina, l'obbligo di pagamento del canone sembra dover essere equiparato al pagamento di un dividendo sulle azioni di nuova emissione esercitabile «senza limiti temporali».

In conclusione, la qualificazione dell'aumento di capitale in esame come «capitale versato» non sembra essere corretta, essendo tale aumento collegato in modo inscindibile all'emissione degli strumenti convertibili. Non sembrano, invece, esservi difficoltà a considerare le azioni in questione come

<sup>38</sup> La (seppur rara) dottrina che ha affrontato la questione della legittimità dell'usufrutto di azioni proprie si è sempre pronunciata in senso negativo. V. Poli, *Il pegno di azioni*, Milano, 2000, p. 118; Carbonetti, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1998, p. 127.

<sup>39</sup> V., *supra*, par. 3.2.

«strumenti innovativi di capitale» computabili nel patrimonio di base della banca, possedendo gli strumenti convertibili tutte i requisiti per la qualificazione come «strumenti innovativi di capitale».

Una struttura assai simile a quella fin qui descritta è stata utilizzata nell'operazione di aumento di capitale da tre miliardi di euro approvata dal consiglio di amministrazione di Unicredit Banca il 5 ottobre 2008 per rafforzare il *Tier 1* della banca. Questa volta l'operazione prevedeva due fasi: la prima necessaria e la seconda eventuale.

Nella prima fase, a differenza di quanto avvenuto nel caso MPS, le azioni di nuova emissione venivano offerte in opzione ai possessori di azioni ordinarie Unicredit. Tuttavia, i diritti sono rimasti integralmente inoptati essendo il prezzo di opzione proposto divenuto inappetibile a causa delle rilevanti perdite di borsa subite dalle azioni Unicredit.

La seconda fase dell'operazione prevedeva che i diritti di opzione non esercitati al termine dell'asta di borsa fossero acquistati da Mediobanca (o da una banca depositaria da questa identificata) la quale si impegnava a sottoscriverli in qualità di garante. In questa fase, al pari di quanto è avvenuto nel caso MPS, le azioni sottoscritte da Mediobanca venivano liberate con i proventi derivanti dall'emissione di titoli perpetui convertibili in azioni ordinarie di Unicredit (c.d. *cashés*) e costituite in usufrutto a favore di Unicredit in modo da evitare che l'operazione potesse avere un effetto diluitivo sull'azionariato, almeno fino alla conversione degli strumenti convertibili<sup>40</sup>.

La struttura dell'usufrutto ripeteva quella dell'operazione MPS. Infatti, l'operazione prevedeva una serie di clausole che sostanzialmente annullavano il rischio sopportato da Mediobanca. In particolare: *a*) a fronte dell'usufrutto, Unicredit si obbligava a corrispondere un canone i cui proventi sono utilizzati per pagare gli interessi ai possessori degli strumenti convertibili; *b*) il pagamento della cedola sui *cashés* non è dovuto al verificarsi di determinate condizioni, come nel caso di mancata distribuzione del dividendo e in assenza di utili distribuibili risultanti dal bilancio relativo all'esercizio precedente; *c*) in caso di mancato pagamento dei canoni da parte di Unicredit, l'emittente non paga la cedola ai portatori dei *cashés*. Gli interessi non corrisposti in un determinato periodo non si cumulano negli esercizi successivi; *d*) la conversione diventa automatica, fra l'altro, nelle seguenti ipotesi: 1) se il requisito patrimoniale complessivo di Unicredit scende sotto la soglia del cinque per cento; 2) in caso di inadempimento da parte di Unicredit degli obblighi di pagamento assunti in base al contratto di usufrutto; 3) in caso di insolvenza o liquidazione della banca o della banca depositaria.

La figura 2 descrive la struttura dell'operazione.

<sup>40</sup> La scadenza degli strumenti convertibili è stata fissata al 31 dicembre 2050.

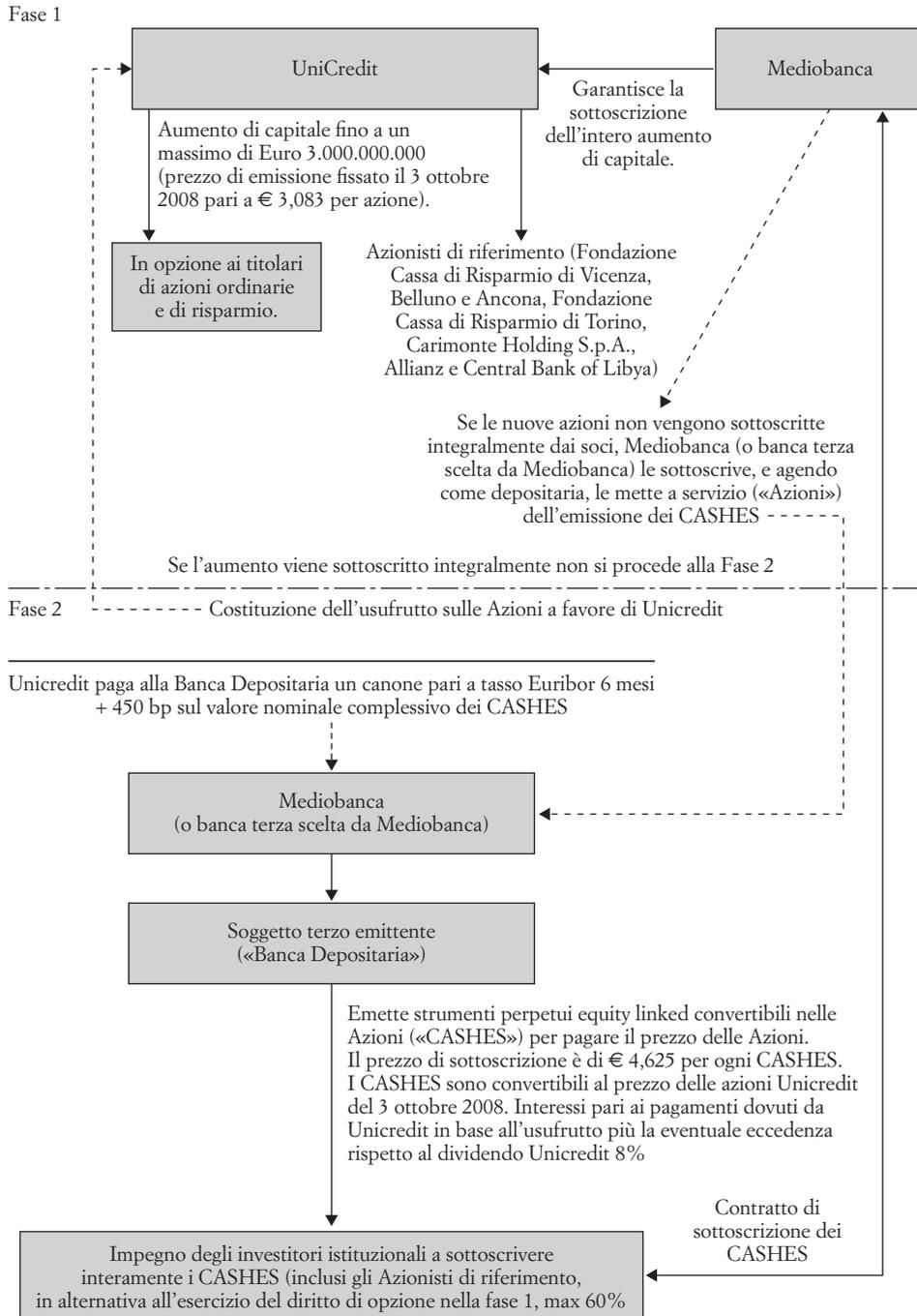


FIG. 2

L'operazione descritta, che presenta evidentemente le medesime incertezze qualificatorie dell'aumento di capitale di MPS, ha ricevuto il vaglio della Banca d'Italia che ha consentito la qualificazione dei *cash*es come *Core Tier 1* ai fini della loro inclusione nel patrimonio di base della banca.

FRANCESCO DAGNINO, Università di Bologna, francesco.dagnino@unibo.it