

Vincenzo Calandra Bonaura

"Crisi bancarie, effetti sistemici e interventi pubblici: qualche spunto per una riflessione"

(ODC – Roma, 20 giugno 2009)

Scopo del mio intervento è unicamente quello di segnalare spunti di riflessione che potrebbero essere opportunamente sviluppati nel prossimo convegno dell'Associazione, suggeriti dalla grave crisi che ha coinvolto il sistema bancario e dagli interventi pubblici che sono stati adottati nei diversi Paesi per evitare o prevenire gli effetti sistemici della crisi bancaria.

1. Un primo spunto viene dalla constatazione che le crisi più gravi e gli interventi più invasivi sono avvenuti negli Stati Uniti e nel Regno Unito i cui mercati erano tradizionalmente ritenuti più efficienti e dove più accentuata era la tendenza alla *deregulation*. E', infatti, inevitabile aprire una riflessione in merito alla persistente validità di alcuni dei postulati su cui si sono fondate le teorie favorevoli ad una piena liberalizzazione del mercato bancario e, più in generale, ripensare al rapporto dialettico tra stabilità e mercato.

a) Il mito della capacità del mercato di autoregolarsi si è rilevato decisamente più illusorio e pericoloso per i mercati finanziari di quanto non lo sia l'economia reale. La pressione del mercato all'ottenimento di risultati di breve periodo ha spinto gli amministratori di banche ad assumere strategie sempre più aggressive e rischiose di immediata valorizzazione delle azioni in evidente contrasto con obiettivi prudenziali e di mantenimento della stabilità e della crescita di valore nel tempo.

La vicenda dei *subprime*, che ha costituito il fattore scatenante della crisi finanziaria, e l'illusione di poterne "socializzare" i rischi attraverso la distribuzione dei relativi titoli tossici ne costituiscono una dimostrazione evidente. Ma vorrei anche ricordare le pressioni esercitate da analisti e fondi *hedge*, sotto la bandiera dell'efficienza della struttura del capitale, per spingere gli ammi-

nistratori a redistribuire valore attraverso l'acquisto di azioni proprie e ad incrementare l'indebitamento in funzione della crescita dell'utile per azione.

Il compito di chi voglia introdurre nuove regole prudenziali non si profila agevole come dimostra la resistenza che le banche americane (tra l'altro le più colpite dalla crisi) stanno opponendo alle intenzioni emergenti a livello governativo di regolamentare il gigantesco mercato dei derivati.

- b)** Il rapporto tra regole di stabilità e regole di mercato basato sul controllo dei rischi correlato a coefficienti patrimoniali non ha dimostrato di funzionare in modo efficiente.

Parafrasando la metafora del *metal detector* utilizzata da Macey e Miller nel loro volume *Banking law and regulation* (per spiegare che la regolamentazione bancaria debba essere tarata come un *metal detector*, sufficientemente sensibile da bloccare chi porta materiali pericolosi, ma non tanto sensibile da bloccare il passaggio e creare lunghe file e disagi ai passeggeri) si può constatare come, soprattutto nei paesi a finanza più avanzata, il livello della taratura sia stato abbassato, in modo tale da consentire il passaggio dei materiali più pericolosi e tossici. Occorre una profonda revisione della regolamentazione dei mercati finanziari che introduca meccanismi più adeguati di controllo e monitoraggio dei rischi, impedisca la crescita abnorme di prodotti finanziari sottratti ad ogni forma di controllo e privi di efficienti modelli di valutazione, imponga metodologie e sistemi di controllo capaci di adattarsi all'elevata globalizzazione dei mercati finanziari, evitando quell'effetto di contagio e di propagazione della crisi che la disomogeneità delle regole e la frammentazione dei controlli hanno prodotto con una impressionante rapidità.

Non è certamente una novità che anche a livello di Unione Europea convivono metodologie di controllo dei rischi e sistemi di calcolo dei coefficienti patrimoniali notevolmente diversi e manca un'autorità sovraordinata cui sia affidato il controllo, con criteri omogenei, sul comune mercato bancario.

- c)** La crisi ha fatto vacillare anche il mito secondo il quale la *public company* costituisce il modello ideale per le banche di rilevanti dimensioni.

Sotto il profilo della *governance*, la crisi che ha travolto le banche *public companies* americane e inglesi, decisamente più grave di quella che ha colpito le altre banche europee, sta a dimostrare come l'assoluta autoreferenzialità dei *managers* non sia stata efficacemente limitata dai sistemi di controllo interno (quali la presenza dei cc.dd. amministratori indipendenti) nè, tanto meno, per le ragioni in precedenza esposte, dal monitoraggio del mercato.

Ma il modello della proprietà diffusa ha mostrato i suoi limiti soprattutto sul piano della capacità di affrontare la crisi.

La mancanza di soci istituzionali investitori di lungo periodo ha lasciato queste banche, prive del sostegno di un nocciolo duro di azionisti, completamente in balia di un mercato dominato dalla paura e dalla speculazione e, dopo un'affannosa ricerca di apporti da parte di fondi sovrani che, a seguito delle prime negative esperienze, si sono fatti più cauti e meno disponibili, ha inevitabilmente condotto alla richiesta dell'intervento dello Stato.

Sotto questo profilo, non credo che si possa più sostenere che la presenza delle fondazioni bancarie nel capitale delle nostre banche, non più in veste di controllanti, ma di investitori istituzionali di lungo periodo, costituisce una anomalia. Da un lato non ha impedito l'apertura al mercato ed una rapida crescita, anche sul piano competitivo, dei nostri maggiori istituti; dall'altro, ha rappresentato un importante fattore di sostegno e di stabilità che ha consentito di supplire ad un intervento pubblico decisamente più tardivo e meno consistente di quello che si è verificato negli altri maggiori paesi europei.

2. Secondo profilo che offre notevoli spunti di riflessione è rappresentato dall'analisi delle modalità con le quali l'intervento pubblico si è venuto realizzando nelle esperienze degli Stati Uniti e dei principali Paesi europei per valutarne le conseguenze sul piano degli assetti proprietari e della *governance* e del grado di pubblicizzazione del sistema anche sotto il profilo della funzionalizzazione dell'attività al perseguimento di finalità di pubblico interesse.

a) Per quanto riguarda il primo aspetto, va precisato che l'intervento diretto nel capitale delle banche è avvenuto in quei paesi e in quelle situazioni nelle quali la crisi ha assunto connotati di particolare gravità e ha richiesto una urgente capitalizzazione.

Non ha avuto modo di approfondire le modalità con cui questo è avvenuto negli Stati Uniti in quanto, dal punto di vista legislativo, l'autorizzazione data dal Congresso consente al Tesoro di intervenire con lo strumento ritenuto più idoneo senza legare l'intervento a modalità predeterminante. Per poter valutare il modo con il quale questa impostazione programmatica si è tradotta nelle diverse operazioni di salvataggio o di sostegno effettuate a favore del sistema bancario occorrerebbe analizzare il contenuto dei singoli interventi di cui conosco soltanto gli importi aggregati.

La situazione è, inoltre, in continua evoluzione come dimostra il piano di *equity swap* lanciato recentemente da Citigroup ad esito del quale il governo USA dovrebbe acquisire il 34% delle azioni ordinarie convertendo le attuali azioni privilegiate.

In ogni caso gli interventi sul capitale si fondano sul principio della *temporary public ownership* con l'intento di una restituzione della proprietà al mercato appena ve ne siano le condizioni.

Al medesimo principio è ispirata la previsione contenuta nella Sect. 12 del Banking Bill inglese che ha consentito la ricapitalizzazione di Bank of Scotland e di Halifax Bank of Scotland. In precedenza, il Governo Britannico era già intervenuto, in via d'urgenza, con il Banking Special Provisions Act del 21 febbraio 2008, che aveva autorizzato la nazionalizzazione della Northern Rock e il trasferimento coattivo di depositi di clienti *retail* di altri istituti di credito in crisi tramite aggiudicazione a diversa banca effettuata attraverso asta pubblica.

L'intervento del Governo Britannico nei confronti di RBS e HBOS merita un breve commento perchè rappresenta il primo modello di intervento diretto sul capitale ritenuto compatibile con le norme comunitarie.

La capitalizzazione effettuata dal Governo Britannico, e attualmente gestita da una società (*UK Financial Investment Ltd.*) interamente posseduta dal Tesoro, si è realizzata tramite la sottoscrizione di azioni ordinarie e di azioni privilegiate che ha consentito al Governo di acquisire circa il 70% del capitale di RBS e il 44% del capitale di Lloyds TSB che ha, nel frattempo, assorbito HBOS. All'acquisizione di una posizione di controllo non si è fatto corrispondere, peraltro, un diritto alla nomina della maggioranza degli amministratori: al Governo è stato riservato unicamente il diritto

di nomina di alcuni amministratori indipendenti (tre in RBS e due in Lloyds TSB), diritto che si ridurrà numericamente o verrà meno del tutto nel momento in cui la partecipazione pubblica dovesse scendere al di sotto di determinate soglie. La diretta influenza dello Stato sulla gestione (quanto meno quella che si esercita tramite l'organo di governo della società) viene, in tal modo, limitata con clausole di segno opposto a quelle su cui si era espressa negativamente la giurisprudenza della Corte di Giustizia in materia di *golden share* e di poteri speciali dei governi in cui veniva messa in rilievo, come fattore distorsivo, la mancanza di proporzionalità tra il diritto esercitabile dallo Stato e l'entità della partecipazione (v. la giurisprudenza della Corte nel caso Federconsumatori / AEM / Comune di Milano del 6/12/2007 che ha ravvisato un contrasto con il disposto dell'art. 56 del Trattato CE nell'attribuzione allo Stato o ad un ente pubblico del potere di nomina diretta di una parte degli amministratori ai sensi dell'art. 2449 c.c. quando tale diritto, sommandosi a quelli ottenibili tramite la partecipazione al voto assembleare, consente allo Stato o all'ente pubblico di "godere di un potere di controllo sproporzionato rispetto alla sua partecipazione nel capitale" della società).

Se si esclude l'intervento urgente di capitalizzazione di Dexia effettuato con il concorso dei Governi belga e lussemburghese e di altri soci istituzionali tramite la sottoscrizione di un aumento di capitale riservato, il Governo francese ha fatto ricorso a forme di intervento meno invasive sugli assetti proprietari e sul capitale sociale, proponendo un modello alternativo a quello inglese, favorito anche dalla minore gravità degli effetti della crisi sul sistema bancario domestico ed essenzialmente rivolto al rafforzamento dei coefficienti patrimoniali a sostegno della capacità di credito delle banche.

Il piano di rifinanziamento delle banche francesi, approvato dalla Commissione Europea il 30/10/2008, ha previsto, oltre ad apporti di liquidità sotto forma di prestiti, la creazione di un *plafond* di 40 Md a disposizione di una società di proprietà dello Stato e finanziata con fondi pubblici (*Société de prise de participation del l'État - SPPE*) che ha sottoscritto nel mese di dicembre titoli super - subordinati (TSS) per 10.5 Md, mentre una seconda tranche, del medesimo importo, è aperta fino al 31/08/2009 con possibilità per le

banche di utilizzarla con l'emissione dei medesimi titoli subordinati o di azioni privilegiate senza diritto di voto.

Le banche che hanno beneficiato della prima tranche di intervento (tutte le maggiori banche francesi rappresentative di oltre l'80% dei prestiti all'economia) potranno convertire i titoli subordinati in azioni privilegiate il cui importo è imputabile a "core tier one" delle banche, rientrando invece i TSS nel Total capital ratio. La remunerazione delle azioni privilegiate sarà superiore al tasso fisso stabilito per i TSS e sarà crescente nel tempo fino al raggiungimento del limite di due volte il tasso fisso dei TSS e le azioni privilegiate, che non prevedono clausole di conversione in azioni ordinarie, possono essere riscattate dalla banca emittente.

Data la modalità prescelta, l'intervento francese non comporta una presenza pubblica negli organi di governo delle banche beneficiarie e una diretta influenza interna sulla *governance* e sulla gestione.

Ho ritenuto opportuno illustrare brevemente il contenuto dei piani di ricapitalizzazione attuati in Gran Bretagna e in Francia poiché, avendo ottenuto per primi l'avallo della Commissione Europea, hanno rappresentato i modelli di riferimento anche per gli altri Paesi europei. Come si può constatare, diverse sono le modalità di intervento pubblico e differenti sono gli effetti sul piano degli assetti proprietari e della *governance* delle banche. Può apparire strano che il modello più invasivo sia quello inglese (anche perché non consente di formulare previsioni sicure né prevede specifici meccanismi di incentivo che garantiscano la temporaneità dell'intervento, legata alla possibilità di ricollocare le azioni sul mercato così come avvenuto nella crisi bancaria scandinava degli anni '90), ma ciò è dovuto alla diversa gravità della crisi che ha connotato il piano inglese più dei caratteri del salvataggio che di quelli di un rafforzamento dei coefficienti patrimoniali a sostegno della capacità di credito delle banche. E', peraltro, notizia di questi giorni che, come peraltro sta avvenendo per le banche americane, Lloyds Group ha iniziato a rimborsare l'intervento del Tesoro con i proventi di un aumento di capitale ad esito del quale, comunque, la quota di capitale in mano al Governo britannico resterà sostanzialmente invariata.

Il modello francese è stato seguito in altri paesi europei come l'Italia e l'Austria, seppure con differenti connotati: la principale differenza è nella previsione della conversione in azioni ordinarie con diritto di voto e, nel caso austriaco, la conversione può in talune ipotesi avvenire ad iniziativa del governo. Mentre in Germania, nel cui sistema bancario permane, peraltro, una significativa presenza pubblica, l'intervento diretto dello Stato nel capitale di banche private si è reso necessario per fare fronte alla profonda crisi di Hypo Real Estate (che ha ricevuto aiuti pubblici per oltre 100 miliardi di euro ed è stata sostanzialmente nazionalizzata) e alle difficoltà di Commerzbank conseguenti anche all'acquisizione di Dresdner Bank.

Vale la pena di notare che, accanto agli interventi di ricapitalizzazione, in quasi tutti i principali paesi europei sono stati effettuati interventi pubblici di natura finanziaria diretti a sostenere la provvista e la liquidità delle banche, quali le garanzie statali sulle emissioni obbligazionarie o sulle passività e l'acquisizione di attivi illiquidi o problematici (es. i titoli derivanti dalla cartolarizzazione di mutui immobiliari). Si tratta di uno strumentario di interventi, in parte previsti anche dal nostro D.L. 185 del 2008, ma non utilizzati, che non hanno una diretta influenza sugli assetti proprietari salvo che una evoluzione negativa dell'andamento delle banche che fruiscono del sostegno finanziario non porti a modificarne la natura.

- b)** Il secondo profilo di pubblicizzazione, che ho definito di funzionalizzazione dell'attività, è costituito dalle condizioni relative alla gestione delle banche al cui rispetto l'intervento pubblico viene subordinato.

Caratteristica comune degli interventi di sostegno sopra menzionati è la previsione di *covenants* che impegnano le banche che beneficiano dell'apporto finanziario pubblico:

- a perseguire determinati obiettivi di sostegno dell'economia attraverso il mantenimento dei livelli precedenti o di crescita dei prestiti (ed in particolare di quelli erogati alle imprese minori e alla famiglia) e il finanziamento di iniziative industriali in conformità a linee guida stabilite dal Governo;

- a prevedere adeguate forme di aiuto alle categorie più deboli o più colpite dalla crisi (es. l'impegno a non procedere esecutivamente nei confronti dei mutuatari inadempienti appartenenti a determinate categorie)
- a dare priorità al rafforzamento dei mezzi propri nella destinazione dei risultati dei prossimi esercizi;
- ad assumere impegni di carattere etico riguardo alla remunerazione dei dirigenti.

La ragione politica di questi *covenants* è quella di non concepire l'intervento pubblico unicamente come salvataggio della banca in crisi o come sostegno ad un sistema bancario in difficoltà, ma anche come strumento per garantire un sostegno all'economia del Paese anche con sacrificio degli interessi degli azionisti privati.

I problemi che queste condizioni di accesso all'intervento pubblico, che si traducono nella stipula di apposite convenzioni o protocolli d'intesa, pongono sul piano giuridico riguardano le modalità di controllo del loro rispetto, l'*enforcement* degli impegni assunti e le sanzioni in caso di inadempimento. E' sulla base della risposta a questi problemi che si può valutare l'effettiva capacità degli impegni richiesti di condizionare l'attività bancaria o, viceversa, la loro sola valenza di "manifesto" che esaurisce la sua funzione nel dotare l'intervento pubblico di una giustificazione politica. Nei provvedimenti adottati nei vari Stati cui ho fatto riferimento viene preso in considerazione unicamente l'aspetto del controllo (v. ad es. il controllo prefettizio previsto dalla disciplina dei "*Tremonti bonds*") e, sotto questo profilo la disciplina francese sembra essere la più interessante. Essa fa riferimento ad una istituzione già esistente nell'esperienza francese, l'ufficio del "*mediateur du credit*", già professionalmente abilitato a svolgere un ruolo di mediazione tra banche e utenti del credito e al quale viene attribuito un più ampio ruolo di garanzia obbligando le banche a collaborare attivamente con lo stesso per la ricerca, caso per caso, delle soluzioni idonee ad assicurare la continuità del sostegno al maggior numero possibile di imprese.

3. Il terzo aspetto su cui vale la pena di aprire una riflessione è quello che riguarda i profili comunitari degli aiuti di stato alle banche. Nel valutare la compatibilità degli interventi a sostegno delle banche con la disciplina relativa al divieto di aiuti di Stato, credo che si deb-

ba, in primo luogo, riconoscere che la mancanza di un progetto comune e la tendenza degli Stati a privilegiare la salvaguardia dei propri campioni e interessi nazionali hanno posto la Commissione Europea nella condizione di subire le iniziative individuali piuttosto che governarle e coordinarle.

La gravità della situazione e l'urgenza di provvedere, in assenza di un'iniziativa coordinata a livello europeo, hanno indotto la Commissione a confrontarsi con i diversi provvedimenti proposti dai Governi e ad adottare criteri decisamente meno rigidi e restrittivi di quelli che, in precedenza, avevano caratterizzato l'interpretazione delle autorità comunitarie e la giurisprudenza della Corte di Giustizia in materia di aiuti di stato, di restrizioni ai movimenti di capitali e di poteri speciali dei Governi.

Prescindendo dall'esame delle decisioni assunte in merito all'approvazione dei singoli provvedimenti adottati dai Governi, i principi cui la Commissione Europea, in linea con le conclusioni raggiunte dal Consiglio Ecofin, si è ispirata sono definiti nelle comunicazioni 2008/C 270/02 del 13/10/2008 e 2009/C 10/03 del 15/1/2009.

Gli interventi a favore delle istituzioni finanziarie vengono ricondotti nell'ambito degli aiuti destinati "a porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro" di cui all'art. 87, par. 3, lett. b) del Trattato CE. In tale prospettiva, gli interventi, per essere compatibili con le regole del mercato comune ed evitare indebite distorsioni della concorrenza, devono:

- riguardare circostanze eccezionali in cui l'intero funzionamento del mercato finanziario viene messo a rischio;
- non superare quanto strettamente indispensabile al raggiungimento dello scopo di porre rimedio alla situazione di grave turbamento dell'economia;
- essere proporzionati a quanto richiesto dallo scopo in modo da ridurre al minimo gli effetti di ricaduta negativa sui concorrenti e sull'economia degli altri Stati membri.

Con specifico riferimento alla ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie (un capitolo a parte è dedicato alle garanzie a copertura di passività), la prima delle due sopracitate comunicazioni si è limitata a fissare criteri di carattere generale in applicazione dei principi sopraelencati, quali:

- la fissazione di condizioni di accesso agli interventi basate su criteri oggettivi e non discriminatori (quali la fissazione di un livello sufficiente di capitalizzazione determinato in base a requisiti minimi di solvibilità);
- la limitazione del conferimento a capitale al minimo necessario, ad evitare di consentire al beneficiario di perseguire strategie aggressive o espansive;
- la fissazione di condizioni di prezzo del sostegno pubblico basate su una valutazione orientata al mercato;
- l'adozione di misure di salvaguardia contro eventuali abusi e indebite distorsioni della concorrenza;
- l'obbligo degli Stati membri di presentare alla Commissione relazioni semestrali sull'utilizzo del nuovo regime degli aiuti.

Con la seconda comunicazione, la Commissione proponeva una più articolata definizione dei profili di compatibilità concorrenziale e dei criteri per la determinazione della remunerazione dell'intervento statale sul capitale nell'ottica di prevenire distorsioni competitive e un effetto di spiazzamento (*crowding out*) sulle operazioni basate sul mercato. Sottolineava, inoltre, la necessità di garantire la temporaneità dell'intervento tramite la previsione di incentivi per il rimborso del capitale da attuarsi con il ricorso a clausole di step up volte a rendere più onerosa, nel tempo, la presenza pubblica nel capitale della banca. I più recenti interventi della Commissione, espressi informalmente da taluno dei suoi membri, manifestano la preoccupazione - a mio avviso del tutto fondata - che, con la ripresa dei mercati finanziari, il diverso supporto dato alle banche dai paesi dell'Unione sia destinato a produrre rilevanti effetti distorsivi sul piano concorrenziale, non limitati al solo mercato bancario, ma anche sotto il profilo della capacità di credito e, quindi, di sostegno delle economie nazionali. Da qui l'invito a vigilare sull'utilizzo degli aiuti e ad incentivarne la restituzione là dove ne siano venuti meno i presupposti.

4. Un ultimo aspetto che mi pare meriti attenzione riguarda i nuovi strumenti finanziari cui si è fatto ricorso nelle diverse operazioni di ricapitalizzazione.

Mi riferisco, in primo luogo, alla disciplina dei Tremonti Bonds come definita dal Decreto del Ministero dell'Economia del 25/2/2009 e

dall'allegato prospetto di emissione emanati in attuazione del disposto dell'art. 12 del D.L. 185 del 2008.

Non mi soffermo sulle caratteristiche di questi titoli:

- che vengono sostanzialmente parificati alle azioni ordinarie sotto il profilo del grado di subordinazione e della partecipazione alle perdite nel caso in cui riducono il patrimonio di vigilanza (*Total Capital ratio*) al di sotto di una determinata percentuale (8%);
- e il cui diritto al pagamento degli interessi è condizionato all'esistenza di utili distribuibili ed entro il limite degli stessi e al fatto che il *total capital ratio* non scenda, per effetto di perdite, all'8% o al di sotto di tale percentuale.

Mi limito a ricordare che si tratta di titoli

- che scadono soltanto alla scadenza della società o a seguito dell'ammissione alla procedura di liquidazione coatta amministrativa o ad altra procedura concorsuale;
- e che sono riscattabili, da parte dell'emittente, previa approvazione della Banca d'Italia o convertibili, sempre su richiesta dell'emittente, in azioni ordinarie (e non in azioni privilegiate senza voto come previsto, invece, per i TSS francesi, ma anche per l'intervento diretto sul capitale regolato dal D.L. 155/2058, rimasto privo di attuazione, seppure tuttora in vigore: la legge 190/2008 di conversione ha precisato, infatti, che si tratta di azioni senza voto, riscattabili e non computate nel limite della metà del capitale di cui all'art. 2351, co², c.c.).

Credo che meritino attenzione anche altre operazioni di ricapitalizzazione che sono state perfezionate da alcune banche (in particolare da Monte Paschi e da Unicredit) senza l'intervento dello Stato e, quindi, su un piano squisitamente privatistico, ma, anche in questi casi, con l'utilizzazione di particolari strumenti ibridi.

Si tratta di strumenti finanziari, assimilabili ad obbligazioni, convertibili e subordinati, emessi su base fiduciaria da una banca estera e correlati ad un aumento di capitale della banca interessata che hanno in comune alcune caratteristiche che ne consentono la computabilità nel patrimonio di vigilanza di base (*Core Tier one*) sulla base di quanto previsto in proposito dal tit. I, cap. 2, Sez. II delle Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche emanate dalla Banca d'Italia:

- a) sono automaticamente convertiti in azioni ordinarie della banca quando il valore di quotazione di queste ultime supera per un certo periodo il 150% dell'*exchange price* contrattualmente fissato ovvero quando vi sia una perdita di capitale che riduca il *total capital ratio* della banca al di sotto di una determinata soglia o in caso di insolvenza o di *default* della banca, nonché alla data di scadenza e in altri casi che non merita menzionare in questa sede;
- b) agli interessi è riservato un trattamento che li assimila a quello dei dividendi; sono, infatti, pagabili soltanto:
- se il bilancio della banca approvato antecedentemente alla data di pagamento degli interessi evidenzia utili distribuibili e sia stata deliberata una distribuzione di dividendi per cassa;
 - nei limiti della differenza positiva tra ammontare dell'utile distribuibile e dividendi pagati alle azioni (quest'ultima previsione non era contenuta nell'originario Regolamento delle obbligazioni MPS, ma il suo inserimento è stato richiesto dalla Banca d'Italia quale condizione per l'imputazione del prestito obbligazionario al *Core Tier one* della banca ed è stato sottoposto all'approvazione dell'assemblea degli obbligazionisti lo scorso 10 marzo 2009);
- c) il collegamento con il trattamento dei dividendi viene, poi, ulteriormente accentuato dalla previsione del pagamento alle obbligazioni di un "*additional coupon*", in caso di distribuzione alle azioni di un dividendo eccedente una determinata soglia percentuale rispetto al valore di quotazione delle stesse, di importo pari a tale dividendo straordinario.

Come si può constatare, la necessità di regolamentare questi strumenti finanziari in modo tale da consentirne la ricomprensione nel coefficiente patrimoniale primario della banca ha condotto ad assimilarne le caratteristiche a quelle di un investimento in capitale di rischio. Non è previsto il rimborso dei titoli (salvo la possibilità di riscatto su base consensuale), ma unicamente la loro conversione entro il termine di durata dell'emissione o alla scadenza; la remunerazione è condizionata all'esistenza di un utile distribuibile e concorre, entro l'ammontare di quest'ultimo, con la remunerazione corrisposta alle azioni; i rischi che corre il sottoscrittore sono del tutto analoghi a quelli dell'azionista, in quanto

l'automatica conversione in caso di insolvenza o di scioglimento della banca fa del sottoscrittore un creditore *de residuo* come l'azionista, con la differenza che il sottoscrittore non gode di diritti amministrativi e i titoli non sono, e non è previsto che possano essere, quotati (il che ne ha consentito il collocamento unicamente ad investitori istituzionali e senza la redazione del prospetto informativo).

Nonostante siano regolati dal diritto lussemburghese, questi strumenti finanziari costituiscono un interessante esempio di come possa essere data attuazione alla previsione contenuta nell'art. 2346, comma 6°, c.c. con l'emissione di titoli che, pur venendo considerati come titoli di debito, sono del tutto assimilabili a frazioni di capitale proprio.

Con riferimento a questi strumenti ibridi e innovativi di capitale, credo che la preferenza agli stessi accordata rispetto alla sottoscrizione di un aumento di capitale si debba al fatto che:

- non richiedono il necessario intervento assembleare se non nell'ipotesi di conversione in azioni;
- consentono di superare le problematiche relative all'esercizio del diritto di opzione;
- non avendo quotazione, si può limitarne la sottoscrizione allo Stato o a investitori istituzionali senza la necessità della redazione e pubblicazione di un prospetto informativo;
- consentono di regolarne con maggiore libertà la remunerazione e la facoltà di riscatto;
- infine, non producono effetti immediatamente diluitivi sul capitale.

D'altra parte, però, la necessità di disciplinare questi strumenti in modo tale da computarne l'importo nel patrimonio di vigilanza di base della banca ha condotto ad una sostanziale assimilazione del loro trattamento, sotto il profilo della corresponsione della relativa remunerazione e della partecipazione alle perdite, a quello delle azioni.

Tale assimilazione, che li colloca in una peculiare terra di confine fra azioni e obbligazioni, partecipando di caratteristiche delle une e delle altre, può sollevare una serie di problemi sul piano della qualificazione civilistica, sotto il profilo fiscale (ad es. per i Tremonti Bonds già si parla di ineducibilità degli interessi, sostan-

zionalmente equiparati ai dividendi) e sul piano della loro corretta iscrizione in bilancio, che meritano di essere approfonditi.