

ALESSANDRO MORINI

Gli strumenti contrattuali, finanziari e societari utilizzati per l’attuazione del TARP da parte dell’amministrazione statunitense

SOMMARIO. 1. Premessa e sommario dei contenuti. – 2. Alcune premesse generali circa gli interventi degli attori istituzionali statunitensi coinvolti nella “crisi finanziaria” e le relative modalità. – 3. Il *Procurement*.- 4. L’acquisto di azioni o di altri strumenti finanziari da parte del Dipartimento del Tesoro statunitense. – 5. *Systemically Significant Failing Institutions*. – 6. L’evoluzione del TARP: *Targeted Investment Program* .

1. Premessa e sommario dei contenuti.

Il governo statunitense allo scopo di rafforzare il settore finanziario nazionale aggredito dalla crisi finanziaria, nel corso dell’ultimo trimestre del 2008, ha provveduto a porre in essere un programma di intervento –comunemente noto come *Troubled Asset Relief Program* (“TARP”) – che costituisce, ma non esaurisce, le misure dirette a fronteggiare la crisi finanziaria contenuti nell’ “Emergency Economic Stabilization Act of 2008” (“EESA”)¹.

Tra le plurime caratteristiche che connotano il TARP vi è la scelta di attribuire una estesa delega di poteri al Segretario del Tesoro sia nella individuazione delle istituzioni finanziarie da includere e rendere beneficiarie del programma di interventi sia nella direzione di attuare il programma stesso mediante strumenti contrattuali, societari e finanziari.

Lo scopo dell’analisi concerne, conseguentemente, l’esame di tali strumenti contrattuali, societari e finanziari muovendo dalla rispettiva elaborazione testuale.

Nell’ordine sono, quindi, esaminati i contratti utilizzati dal governo americano per organizzare il *procurement* dei servizi necessari ad implementare, in favore dell’amministrazione, il necessario supporto consulenziale prodromico alla finalizzazione dei singoli contratti, alla predisposizione degli standard contrattuali nonché alla fornitura degli ulteriori servizi di supporto (di *advisory*, di revisione contabile e valutativa) verificando gli scostamenti di tali contratti rispetto a quelli comunemente utilizzati da parte di operatori privati.

Successivamente viene preso in conto lo schema contrattuale, sostanzialmente standardizzato, impiegato dall’amministrazione americana per procedere all’acquisto di azioni di *holdings* bancarie sia nel caso di acquisto con successiva emissione di *warrants* ovvero di *preferred stock*, o di *senior*

¹ H. R. 1424

debt instrument a favore dell'amministrazione stessa che nel caso di semplice acquisto, come momento attuativo della § 113 dell'“Emergency Economic Stabilization Act of 2008” delineandone le divaricazioni e le convergenze tra il *framework* adottato rispetto agli analoghi schemi comunemente impiegati nella prassi contrattuale e finanziaria del settore.

Da ultimo sono esaminati due distinte ed autonome aree di intervento da parte del governo americano.

In primo luogo quella delle c.d. *Systemically Significant Failing Institutions*; cioè, in particolare e per rilevanza economica, i contratti e gli strumenti finanziari impiegati per ottenere la stabilizzazione del gruppo assicurativo AIG che, in quanto impresa assicuratrice, presenta evidenti distonie rispetto alle altre istituzioni finanziarie oggetto di intervento.

Ed, infine, il contenuto dei contratti di investimento e dei correlati strumenti finanziari, con i quali è stata attuato il c.d. *Targeted Investment Program* che ha riguardato Bank of America e Citigroup constatando la interrelazione tra le finalità del TARP e le scelte contrattuali specifiche rese necessarie dalla particolarità e l'importanza delle istituzioni finanziarie tributarie dell'investimento.

2. Alcune premesse generali circa gli interventi degli attori istituzionali statunitensi coinvolti nella “crisi finanziaria” e le relative modalità.

E' consuetudine ormai consolidata di far decorrere l'epifania della crisi finanziaria a partire dalla dichiarazione di fallimento della Lehman Brothers cioè dal 15 settembre 2008. Nella realtà dei fatti una più attenta ricostruzione degli avvenimenti porta ad una retrodatazione dell'intervento delle istituzioni governative americane sui mercati finanziari nazionali di circa un anno².

Infatti, la Federal Reserve - nel periodo intercorrente tra il dicembre 2007 ed il marzo 2008 – avvelendosi estensivamente dei poteri contenuti nella § 13(3) del Federal Reserve Act³, diede vita a tre diversi interventi; dapprima nel dicembre 2007 avviò un programma di espansione del credito a

² Per una più dettagliata ricostruzione dei fatti che di seguito verranno brevemente sommarizzati: cfr. Shah, *Recent Development: Emergency Economic Stabilization Act of 2008*, 46 *Harv. J. On Legis.*, 569 (2009), 570-574.

³ Federal Reserve Act, § 13(3), 12 U.S.C. § 343 (2006) « In unusual and exigent circumstances, the Board of Governors of the Federal Reserve System, by the affirmative vote of not less than five members, may authorize any Federal reserve bank, during such periods as the said board may determine, at rates established in accordance with the provisions of section 14, subdivision (d), of this Act, to discount for any individual, partnership, or corporation, notes, drafts, and bills of exchange when such notes, drafts, and bills of exchange are indorsed or otherwise secured to the satisfaction of the Federal Reserve bank: *Provided*, That before discounting any such note, draft, or bill of exchange for an individual, partnership, or corporation the Federal reserve bank shall obtain evidence that such individual, partnership, or corporation is unable to secure adequate credit accommodations from other banking institutions. All such discounts for individuals, partnerships, or corporations shall be subject to such limitations, restrictions, and regulations as the Board of Governors of the Federal Reserve System may prescribe.»

favore dei soggetti suoi depositanti denominato *Term Auction Facility*⁴. A ciò hanno fatto seguito, nel marzo dell'anno successivo⁵, il *Term Securities Lending Facility* che consentiva di utilizzare strumenti finanziari il liquidi quali, in particolare, *residential mortgage asset backed securities* quale garanzie per ottenere estensione di linee di credito⁶, la creazione della *Primary Dealer Credit Facility* che estendeva l'accesso al credito erogato dalla Federal Reserve stessa, nonché, infine, le azioni intraprese per consentire l'acquisizione di Bear Sterns da parte di J.P. Morgan⁷.

Interventi successivi concernevano, invece, Fannie Mae e Freddie Mac⁸ da cui si addivenì al controllo pubblico di entrambe⁹.

Tuttavia solo con l'approvazione dell'EESA il complesso della manovra governativa, fino a quel momento governata dalle contingenze momentanee, assume un quadro coordinato.

L'articolazione dell'intervento normativo copre una vasta latitudine di aspetti e solleva, anche, dubbi di costituzionalità circa l'estensione dei poteri attribuiti al Segretario del Tesoro¹⁰; ciò che rileva ai fini della successiva analisi concerne due distinte aree.

Da un lato le previsioni relative alla necessaria proceduralizzazione degli schemi contrattuali necessari ad attuare le misure contenute nel TARP anche in deroga alla disciplina federale generale¹¹

In altri termini l'attuazione dell'intervento ha reso necessario creare una autonoma struttura di *procurement* che si adattasse alle specifiche necessità ovviamente diverse e non assimilabili a quelle

⁴ Si veda l'annuncio: Bd. of Governors of the Fed. Reserve Sys. (Dec. 12, 2007), disponibile in <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20071212a.htm>.

⁵ Si tenga inoltre conto del fatto che questi primi interventi costituiscono lo spartiacque temporale rispetto agli interventi successivi; nel senso che – allo scopo di evitare comportamenti opportunistici – verranno considerati possibili oggetto di intervento diritti o strumenti finanziari creati anteriormente al mese di marzo 2008 (cfr. §2 (9) (B) TARP).

⁶ Si veda l'annuncio: Bd. of Governors of the Fed. Reserve Sys. (Mar. 11, 2008), disponibile in <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080311a.htm>.

⁷ In estrema sintesi l'intervento della Federal Reserve consisteva nel fornire garanzie su strumenti finanziari detenuti da Bear Sterns in modo tale che J.P. Morgan fosse tenuta a computarne le eventuali perdite fino alla concorrenza di USD 1 miliardo mentre le perdite in eccesso fino alla concorrenza di USD 30 miliardi restavano a carico della Federal Reserve stessa (cfr. The Bear Stearns Companies, Inc., Quarterly Report (Form 10-Q), at 8 (Apr. 14, 2008), available at <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/777001/000091412108000345/be12550652-10q.txt>).

⁸ Rispettivamente Federal National Mortgage Association e Federal Home Loan Mortgage Corporation entrambe due Government Sponsored Enterprises.

⁹ Si tratta delle conseguenze indirette dell'approvazione ed entrata in vigore del Housing and Economic Recovery Act of 2008, Pub. L. No. 110-289, 122 Stat. 2654.

¹⁰ Cfr. Rosemeyer, *Is the Government's Takeover of AIG Constitutional Permissible?*, 4 *Entrepren.Bus. L.J.*, 251.

¹¹ [§ 101 (1) (A) (c)] « The Secretary is authorized to take such actions as the Secretary deems necessary to carry out the authorities in this Act, including, without limitation, the following: (...) (2) Entering into contracts, including contracts for services authorized by section 3109 of title 5, United States Code.»; [§ 107 (a)] « For purposes of this Act, the Secretary may waive specific provisions of the Federal Acquisition Regulation upon a determination that urgent and compelling circumstances make compliance with such provisions contrary to the public interest.».

comunemente impiegate da parte di una amministrazione pubblica per acquisire prestazioni di servizi.

Il secondo profilo oggetto di considerazione è data dall'osservazione generale che l'intero assetto dell'intervento è fondato in una prospettiva squisitamente negoziale. Infatti l'assunto è evidente da svariate disposizioni contenute nel TARP le quali delineano il Segretario del Tesoro quale controparte contrattuale nell'acquisto dei c.d. *Troubled Assets*¹² e, quindi, muovendo l'asse di osservazione dalla modalità dell'intervento¹³ – che resta vincolata alla prospettiva della compravendita – alle cautele necessarie per la corretta determinazione del corrispettivo dovuto e, successivamente all'acquisto, nella gestione dei beni così acquisiti¹⁴.

3. Il *Procurement*.

In relazione alle complessità ed all'estensione dell'intervento prospettato l'amministrazione statunitense è stata costretta a porre in campo una organizzazione straordinaria per capacità di reazione rispetto agli avvenimenti. Tale considerazione emerge da due ordini di rilievi; il primo è costituito dal fatto che la più gran arte delle prestazioni di servizi richiesti indica l'entità delle prestazioni richieste in una sequenza aperta ed, a riprova di ciò, nella casistica contrattuale¹⁵ risulta evidente la successione delle richieste e l'incremento delle prestazioni nel succedersi del tempo.

Dalla classificazione per gruppi attorno ai quali aggregare le categorie di prestazioni richieste e, successivamente possibile, enucleare alcune caratteristiche comuni a ciascuna delle categorie.

Una prima categoria certamente di minore interesse ai fini che seguono è costituita dagli accordi per la fornitura di beni strumentali¹⁶ che seguono in modo pedissequo lo schema contrattuale

¹² Ovviamente l'estensione della nozione di *Troubled Assets* costituisce attribuisce una evidente variabile discrezionale a favore del Segretario del Tesoro: cfr. [§ 2 (9) TARP] « The term 'troubled assets' means-- (A) residential or commercial mortgages and any securities, obligations, or other instruments that are based on or related to such mortgages, that in each case was originated or issued on or before March 14, 2008, the purchase of which the Secretary determines promotes financial market stability; and (B) any other financial instrument that the Secretary, after consultation with the Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System, determines the purchase of which is necessary to promote financial market stability, but only upon transmittal of such determination, in writing, to the appropriate committees of Congress».

¹³ Non contribuisce a modificare questa osservazione il fatto che: [§101 (4)] « In order to provide the Secretary with the flexibility to manage troubled assets in a manner designed to minimize cost to the taxpayers, establishing vehicles that are authorized, subject to supervision by the Secretary, to purchase, hold, and sell troubled assets and issue obligations.» poichè l'utilizzo di veicoli societari *ad hoc* non altera la modalità dell'intervento.

¹⁴ [§101 (d) TARP] « the Secretary shall publish program guidelines, including the following: (1) Mechanisms for purchasing troubled assets. (2) Methods for pricing and valuing troubled assets. (...) (4) Criteria for identifying troubled assets for purchase.».

¹⁵ Tutti i contratti cui di seguito si farà riferimento possono essere consultati all'indirizzo: <http://financialstability.gov/impact/procurement-contracts-agreements.html>

¹⁶ Quali quelli con American Furniture Rentals Inc., Colonial Parking Inc., Herman Miller; Washington Post, Whitaker Brothers Business Machines.

dell'ordine per la fornitura di beni e servizi comunemente utilizzato dall'amministrazione federale per forniture di ridotto importo.

Un gruppo del tutto autonomo di rapporti concerne gli incarichi per la selezione del personale dotato delle necessarie competenze per la gestione della crisi¹⁷ e, per altri, verso la prestazione dei servizi di *compliance* degli adempimenti pubblicitari legati a strumenti negoziali ammessi su mercati regolamentati¹⁸.

La restante parte dei contratti può essere suddivisa in tre categorie. La prima quantitativamente più ingente concerne la prestazione di servizi legali¹⁹. Il coinvolgimento nel piano di salvataggio di numerosi operatori finanziari che costituiscono usuali beneficiari di prestazioni legali fa sì che una peculiare attenzione sia riposta nella disciplina del conflitto di interessi che opera a due distinti livelli: il primo in sede di assunzione dell'incarico mediante evidenziazione delle situazioni di conflitto potenziale, il secondo relativamente allo svolgimento delle singole prestazioni richieste.

Anche per la prestazione di servizi legali viene utilizzato il *form* per la prestazione di servizi in favore dell'amministrazione federale.

Ulteriore categoria di rapporti concerne la prestazione di *financial services* per i quali, a differenza delle situazioni fin qui descritte, è previsto un differente rapporto contrattuale. La ragione di tale specifica regolamentazione è desumibile dal contenuto delle pattuizioni e dalla durata del rapporto.

Infatti il periodo di durata è indicato in cinque anni e, quindi, prende in conto non soltanto la fase iniziale dell'intervento ma, soprattutto, quelle successive costituite dalla gestione e dalla dismissione dei beni acquisiti a seguito dell'attuazione delle previsioni del TARP.

L'aspetto caratterizzante è dato dal fatto che le prestazioni richieste si estendono a «the discretionary authority to manage and control the assets of the Treasury that are segregated in the Account, including the power to provide direction to the Custodian with respect to assets in the Account, to acquire and dispose of assets in the Account, and to hedge risks associated with assets in the Account. In the exercise of that power, the Financial Agent may invest and reinvest the assets in accordance with the Asset Manager Guidelines.». Tali poteri devono essere esercitati dal *Financial Agent* sulla base di direttive che, tuttavia, il Segretario del Tesoro si riserva di individuare e comunicare successivamente: il che - si noti - non è ancora ad oggi avvenuto. A riprova del fatto

¹⁷ Rispettivamente il contratto con Korn/Ferry International per l'incarico di CFO dell'Office for Financial Stability e Limdhom and Associates per la ricerca dei funzionari di livello direttivo. La differenza intercorrente tra le due relazioni contrattuali si avverte dalle modalità di remunerazione della prestazione che nel primo caso avviene in misura determinata e nel secondo in base a parametri temporali.

¹⁸ Si veda in proposito il contratto con Knowledge Mosaic Inc. relativo agli adempimenti ed ai rapporti con la SEC.

¹⁹ Si tratta di ben 11 diversi studi legali.

che, diversamente dalla filosofia dell'intervento che risulta delineata nello stesso TARP, le logiche attraverso le quali procedere alla gestione ed alla dismissione dei beni acquisiti non paiono per nulla individuate.

Per questa ragione, accanto alla fattispecie contrattuale costituita dai *Financial Agents*, si riscontra il ricorso a specifici incarichi di consulenza per la predisposizione di modelli di analisi quantitativa e statistica e di predisposizione dell'*hedging* sui rischi. L'estensione delle richieste da parte dell'amministrazione espressamente prende in considerazione l'estrema varietà degli strumenti finanziari potenzialmente includibili nell'ambito dei *troubled assets* oltre al fatto che essi possono prevedere sottostanti collocati in divergenti attività industriali o finanziarie.

4. L'acquisto di azioni o di altri strumenti finanziari da parte del Dipartimento del Tesoro statunitense.

Uno degli aspetti più controversi dell'attuazione del TARP è costituita dalla inversione delle scelte circa le modalità di intervento nei mercati finanziari successivamente all'approvazione dell'EESA stesso.

Nei fatti, fino all'ottobre 2008, la scelta compiuta aveva riguardato principalmente, se non esclusivamente, l'immissione di liquidità nel sistema attraverso meccanismi di liquidabilità di strumenti finanziari illiquidi sia nella forma di garanzie per l'accesso ad ulteriore credito presso la banca centrale sia nell'acquisto diretto di strumenti finanziari divenuti tali²⁰. Al contrario, successivamente da tale data, la scelta è stata esclusivamente diretta all'acquisto di azioni od altri strumenti finanziari di istituzioni finanziarie in crisi²¹.

L'elevatissimo numero dei soggetti finanziari coinvolti ha comportato una sostanziale standardizzazione degli accordi contrattuali impiegati per acquisire azioni delle banche richiedenti l'intervento.

Peraltro tale adesione da parte delle banche allo schema predisposto dal Dipartimento del Tesoro americano è anche l'effetto diretto delle previsioni stesse contenute nel TARP.

²⁰ Cfr. per tali interventi anteriori all'entrata in vigore del TARP con particolare riferimento al settore dei mutui immobiliari residenziali: Arthur, *Recent Development: Housing and Economic Recovery Act of 2008*, 46 Harv. J. on Legis. 585 (2009).

²¹ Cfr. per tale mutamento di strategia Shah, *Recent Development* (nota 3), 582. nonché, in senso critico, Chari et al., *Facts and Myths About the Financial Crisis of 2008* 6 (Fed. Reserve Bank of Minn. Research Dep't, Working Paper No. 666, 2008), reperibile a: http://www.minneapolisfed.org/publications/papers/pub_display.cfm?id=4062. In termini quantitative, alla data del 30 settembre 2009, il Dipartimento del Tesoro era intervenuto con acquisti di azioni o di altri strumenti finanziari assimilabili in 685 istituzioni finanziarie (cfr. FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT BOARD, Quaterly Report to Congress disponibile a: http://financialstability.gov/docs/FSOB/FINSOB%20Quarterly%20Report%20_093009.pdf

Infatti, oltre alle previsioni relative alle richieste di limitare o escludere gli effetti di piani di incentivazione a favore degli amministratori – successivamente rivelatisi prive di efficacia -, l'aspetto più controverso era determinato dal fatto che il Dipartimento del Tesoro richiedeva, allo scopo di essere ammessi a godere dell'intervento governativo, l'impegno a favore del Tesoro stesso « may unilaterally amend any provision ... to the extent required to comply with any changes after the Signing Date in applicable federal statutes »²². Tale diritto di modificazione unilaterale del contratto rappresentò, nell'immediatezza dell'approvazione dell'EESA, una delle principali remore alla richiesta di intervento.

Nella sostanza lo schema di accordo contrattuale predisposto dall'amministrazione pubblica prevede la sottoscrizione di un *Term Sheet* in forza del quale la banca di impegna ad emettere, sotto forma di collocamento privato (i) azioni preferenziali (*Preferred Shares*) e (ii) *warrants* per l'acquisto di azioni ordinarie il cui quantitativo è oggetto di determinazione in un allegato.

Eguale costituisce un allegato al *Term Sheet* il contratto di acquisto predeterminato nel suo contenuto e, rispetto al quale l'emittente deve dichiarare, barrando o meno l'apposita casella, se l'missione dei *warrants* è subordinata o meno all'approvazione degli azionisti ordinari, le eventuali eccezioni al *set* di dichiarazioni e garanzie relativamente alla: (i) sussistenza di liti o contenziosi, (ii) l'insussistenza di *material adverse changes* relativamente alle autorizzazioni allo svolgimento della propria attività od al possesso dei propri beni²³ e (iii), infine, l'insussistenza, a far data dal 31 dicembre 2006, di obblighi autoritativi e convenzionali con agenzie pubbliche che: « currently restricts in any material respect the conduct of its business or that in any material manner relates to its capital adequacy, its liquidity and funding policies and practices, its ability to pay dividends, its credit, risk management or compliance policies or procedures, its internal controls, its management or its operations or business»²⁴.

Tale semplicità costruttiva e di regolamento degli accordi deriva inevitabilmente dal fatto che sia le *Preferred Shares* che gli *warrants* hanno contenuto di diritti predeterminato. Alle prime è imposto il pagamento di dividendi al tasso del 5% per i primi cinque anni di investimento e del 9% per gli anni successivi con facoltà di riacquisto dopo tre anni dalla data di investimento allo stesso prezzo di emissione maggiorato degli eventuali dividendi maturati e non corrisposti. Per i *warrants* il prezzo di conversione è quello previsto alla data di investimento.

²² Cfr. U.S. Treas. Dept., Securities Purchase Agreement, Standard Terms (Oct. 31, 2008), disponibile a: <http://www.treas.gov/pres/releases/reports/spa.pdf>.

²³ §2.2 (m) Securities Purchase Agreement – Standard Terms.

²⁴ §2.2 (s) Securities Purchase Agreement – Standard Terms.

5. *Systemically Significant Failing Institutions.*

Un capitolo del tutto separato rispetto al diffuso intervento nel settore bancario è costituito dal caso delle *Systemically Significant Failing Institutions*. Le ragioni di tale separatezza di analisi sono plurime.

In primo luogo, lungi dal trattarsi da interventi plurimi, a tale categoria appartiene soltanto l'*American International Group* ("AIG"). AIG è, inoltre, una compagnia di assicurazioni e non una *holding* bancaria ed, infine, tale intervento è avvenuto prima della 'approvazione dell'EESA.

Le suddette specificità hanno indotto a notare che l'azione compiuta su AIG abbia costituito lo schema che l'EESA ha successivamente avuto modo di ratificare e rendere applicabile a tutti i successivi interventi²⁵.

Nella realtà degli avvenimenti l'assistenza ed il supporto finanziario del governo americano nei confronti di AIG si è sostanziato in plurimi atti susseguentisi nel tempo via via che la situazione finanziaria della società mostrava peggioramenti²⁶.

Anzitutto lo schema di azione applicato ad AIG presenta alcune differenze rispetto a quelli, successivi, utilizzati nella vigenza del TARP.

AIG ricevette infatti dalla Federal Reserve di New York nel settembre 2008 linee di credito per un ammontare complessivo di USD 85 miliardi²⁷ ed a fronte di tale finanziamento il Dipartimento del Tesoro sottoscriveva azioni AIG denominate *convertible participative serial preferred stock*.

Tali azioni rappresentavano il 79,9% del capitale²⁸ della società e davano diritto a pari percentuale sia nella distribuzione dei dividendi nonché nei diritti di voto, indipendentemente dalla categoria di appartenenza delle altre serie di azioni emesse nonché ovviamente il diritto a convertire le suddette azioni in azioni ordinarie.

²⁵ Cfr. Rosemeyer, *Is the Government's Takeover* (nota 10), 259.

²⁶ La documentazione contrattuale di parte di tali interventi è consultabile a: http://financialstability.gov/docs/agreements/AIG_Agreement_11252008.pdf.

²⁷ E' interessante segnalare alcune delle condizioni previste dalla *loan facilities*; il periodo di ripagamento era previsto in due anni ad un tasso di 8,5 punti percentuali superiore al LIBOR per la parte della *facility* utilizzata ed al tasso dell'8,5% per la parte non oggetto di *drawdown*. Il *security package* del finanziamento comprendeva tutti i beni della società comprese quelle delle società controllate con soddisfazione preferenziale sul ricavato delle dismissioni attuate dalla società stessa. Successivamente, a seguito dell'acquisto di un blocco di *troubled assets*, le condizioni di finanziamento vennero rese meno gravose.

²⁸ Non è chiaro come tale individuazione percentuale sia stata raggiunta; si ritiene che tale soglia percentuale escluda il controllo della società da parte del governo federale con la conseguente inapplicabilità del §163 dell'Internal Revenue Code che impedisce la deducibilità fiscale degli interessi corrisposti a fronte di prestiti governativi ed inoltre impedisca che il governo federale divenga solidalmente obbligato per le erogazioni previste dall'ERISA Act a favore dei dipendenti della società stessa (cfr. Rosemeyer, *Is the Government's Takeover* (nota 10), 262).

Successivamente al novembre dello stesso anno – nonostante la riduzione del debito nei confronti della Federal Reserve – AIG era ancora creditrice dell'importo di USD 60 miliardi e per l'effetto dei *negative covenants* contenuti nella *credit facility* era divenuto creditore privilegiato con diritto di veto su talune operazioni straordinarie della società e alcuni tipi di esborso.

In tale prospettiva il Dipartimento del Tesoro, includendo AIG nel TARP, sottoscriveva tramite un apposito *trust*²⁹, un'emissione costituita dalla serie C di *preferred convertible shares* da convertirsi nel 77,9% delle azioni ordinarie: con la sottoscrizione dell'emissione AIG provvedeva la rimborso del debito tuttora esistente nei confronti della Federal Reserve.

Le azioni intraprese dal governo federale americano a favore di AIG hanno fatto sorgere alcuni interrogativi di compatibilità delle stesse con l'applicabile disciplina societaria.

In primo luogo si rileva la possibile violazione della Rule 312.03 (c) del New York Stock Exchange che prevede l'approvazione preventiva da parte degli azionisti ordinari nel caso di emissioni di azioni di altra categoria convertibili in azioni ordinarie qualora i diritti di voti spettanti a queste ultime superino il 20% dei diritti di voto attribuiti anteriormente all'emissione delle azioni convertibili.

Tuttavia si ritiene³⁰ che la norma richiamata contenga una deroga espressa la tardività dell'approvazione possa comportare un pregiudizio alla situazione finanziaria della società³¹.

Analogamente la legislazione statale³² prevede che il diritto di conversione in azioni ordinarie non possa essere esercitato se la categoria delle azioni ordinarie non ha assunto una deliberazione relativa al possibile incremento del numero delle azioni ordinarie al servizio della conversione³³.

6. L'evoluzione del TARP: *Targeted Investment Program* .

La sussistenza di evidente situazione di anomalia dovuta alle dimensioni delle istituzioni finanziarie oggetto di salvataggio, ha prodotto la necessità di modificare il programma contenuto nel TARP con riferimento ad esse.

²⁹ Sulla base delle informazioni di stampa, nell'ambito della *credit facility*, era attribuito ai *trustee* il potere discrezionale di dare indicazioni a AIG circa la composizione del consiglio di amministrazione.

³⁰ cfr. Rosemeyer, *Is the Government's Takeover* (nota 10), 263.

³¹ Cfr. NYSE Rule 312.05: « Exceptions may be made to the shareholder approval policy in Para. 312.03 upon application to the Exchange when (1) the delay in securing stockholder approval would seriously jeopardize the financial viability of the enterprise and (2) reliance by the company on this exception is expressly approved by the Audit Committee of the Board. A company relying on this exception must mail to all shareholders not later than 10 days before issuance of the securities a letter alerting them to its omission to seek the shareholder approval that would otherwise be required under the policy of the Exchange and indicating that the Audit Committee of the Board has expressly approved the exception.».

³² § 242(b)(2) Delaware General Corporation Law.

³³ Sulla base dell'interpretazione fornita da *Hildreth v. Castle Dental Centers, Inc.*, 939 A.2d 1281, 1284 (Del. 2007).

Per questo motivo il *Targeted Investment Program* che riguardato Citigroup Inc. e Bank of America Inc. ha prodotto alcune deviazioni rispetto al modello in precedenza applicato in forza del TARP.

La più rilevante delle modificazioni rispetto ai comuni interventi previsti ed attuati in forza del TARP è costituita dalla limitazione dei dividendi a favore delle azioni ordinarie nella misura dell'1% per un periodo di tre anni.

Le caratteristiche di questo programma, per esplicita ammissione del Dipartimento del Tesoro, incrementano la discrezionalità nella scelta dei beneficiari la cui individuazione avviene su base nominativa in funzione delle ragioni di stabilizzazione dei mercati finanziari.