

«Capitale» o «strumenti innovativi di capitale»?

Abstract

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. 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 sottoscritto dai soci o riservato a nuovi investitori (c.d. capitale «versato» o «puro») ed, entro certi limiti, l'emissione di «strumenti innovativi di capitale». Questi ultimi sono fondamentalmente strumenti di debito - emessi sotto forma di obbligazioni - che presentano al contempo alcune caratteristiche tipiche del capitale. In ragione della loro natura «ibrida» gli strumenti in questione sono stati ammessi dal Comitato di Basilea - nonostante le critiche sollevate da più parti - nel computo del Tier 1 entro il limite del 20 per cento dell'ammontare dello stesso.

La qualificazione di una operazione di ricapitalizzazione come aumento di capitale «puro» o come emissione di strumenti innovativi di capitale dovrebbe essere condotta alla stregua del principio della prevalenza della sostanza sulla forma, per evitare che ciò che costituisce sostanzialmente un debito possa essere qualificato come «capitale». L'articolo prende in esame due operazioni di aumento di capitale recentemente eseguite da Banca Monte dei Paschi di Siena (MPS) e da Unicredit per mostrare come la Banca d'Italia abbia, invece, adottato un orientamento piuttosto «formalistico» nella qualificazione degli strumenti di ricapitalizzazione. Le modalità concrete di realizzazione delle operazioni in questione sollevano, infatti, non poche incertezze circa la correttezza della loro qualificazione come «capitale puro» (c.d. Core Tier 1) e sembrano trasformare, mediante una ingegnosa opera di architettura giuridica, l'aumento di capitale in una operazione sostanzialmente di emissione di «strumenti innovativi di capitale».

Articolo

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, la Banca d'Italia sembra aver adottato un orientamento piuttosto «formalistico» nell'autorizzare gli aumenti di capitale recentemente eseguiti da Banca Monte dei Paschi di Siena (MPS) e da Unicredit.

Le modalità concrete di realizzazione delle operazioni in questione sollevano, infatti, non poche incertezze circa la correttezza della loro qualificazione come «capitale puro» (c.d. Core Tier 1) e sembrano trasformare l'aumento di capitale in una operazione sostanzialmente di emissione di «strumenti innovativi di capitale». Questi ultimi, che costituiscono elementi patrimoniali di qualità inferiore rispetto al «capitale puro», 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) il pagamento delle cedole per fronteggiare eventuali perdite. In ragione della loro natura «ibrida» gli strumenti in questione sono stati ammessi dal Comitato di Basilea – nonostante le critiche sollevate da più parti - nel computo del Tier 1 entro il limite del 20 per cento dell'ammontare dello stesso.

Per meglio comprendere i problemi di qualificazione giuridica ai quali si è accennato occorre descrivere i termini essenziali delle operazioni citate. 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 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 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.

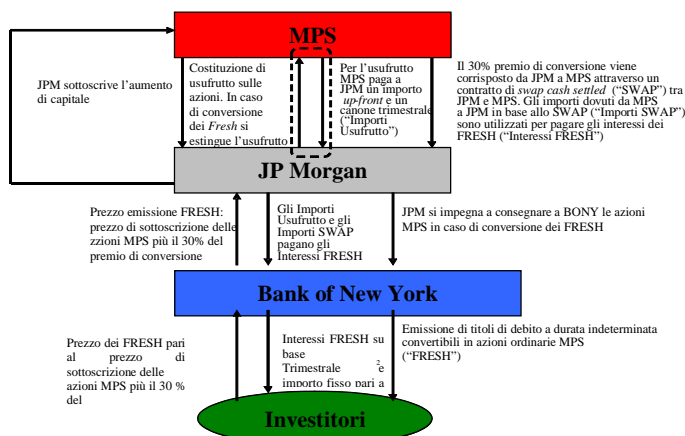
Riprendendo i requisiti di vigilanza in materia di strumenti innovativi di capitale, il contratto di costituzione di usufrutto prevedeva, altresì, che: a) MPS non è tenuta a pagare il corrispettivo annuale pattuito come canone di usufrutto se, nell'esercizio precedente, quest'ultima non ha avuto profitti distribuibili e/o non ha pagato dividendi agli azionisti; 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:

- qualora il requisito patrimoniale di MPS dovesse scendere al di sotto della soglia del cinque per cento;
- 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;
- in caso di liquidazione di MPS. Nei casi appena menzionati si estingue altresì il contratto di usufrutto.

Il grafico che segue descrive in maniera più dettagliata la struttura dell'operazione.

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



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 tipica del patrimonio di vigilanza e del principio di prevalenza della sostanza sulla forma. L'operazione in questione, infatti, 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 innovativi 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. Nell'opinione della Suprema Corte, «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» (Cass. 16 marzo 2006, n. 5851). 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'usufrutto, avendo per contenuto proprio tali facoltà, risulterebbe sostanzialmente privo di contenuto, con conseguente nullità del contratto. 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).

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» (v. Titolo I, Capitolo 2, Sezione II, della Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006). 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 non è questa la sede per affrontare la questione se sia possibile configurare una categoria speciale di azioni non espressamente prevista dallo statuto, si tenga, tuttavia, presente che, come ho dimostrato in un precedente lavoro ("Capitale versato" e "strumenti innovativi di capitale" nella disciplina di vigilanza delle banche italiane: il principio della prevalenza della sostanza sulla forma, in *Banca, Impresa, Società*, 2009, n. 3, p. 421), 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 «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».

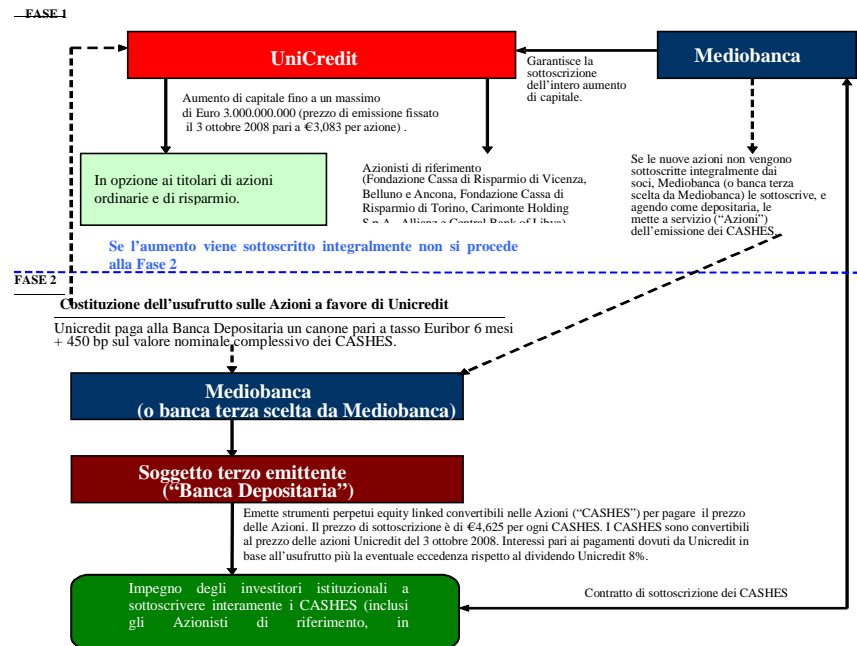
Una struttura assai simile a quella fin qui descritta è stata utilizzata nell'operazione di aumento di capitale da tre miliardi di euro approvata dal consiglio di amministrazione di Unicredit Banca il 5 ottobre 2008 per rafforzare il Tier 1 della banca. Questa volta l'operazione prevedeva due fasi: la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

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 cashes 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 cashes. 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.

Il grafico che segue descrive la struttura dell'operazione.



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 cashes come Core Tier 1 ai fini della loro inclusione nel patrimonio di base della banca.

Francesco Dagnino

francesco.dagnino@unibo.it