

DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO COMMERCIALE

Scuola di Dottorato di Ricerca in Scienze Giuridiche

La cultura giuridica europea dell'impresa e delle istituzioni

Ciclo XXVII

CONTINGENT CAPITAL BONDS: NUOVI STRUMENTI ATIPICI DI FINANZIAMENTO E
DI RISANAMENTO DELLE SOCIETÀ (IN PARTICOLARE, DEGLI ENTI DI CREDITO)

Candidato

Dott. Filippo Casini

Relatore (Tutor)

Chiar.mo Prof. Sido Bonfatti

Direttore della Scuola di Dottorato

Chiar.mo Prof. Aljs Vignudelli

SOMMARIO

INTRODUZIONE

1. Il contesto socio-economico in cui sono “venuti ad esistenza” i *Contingent Capital Bonds* 1
2. Le finalità della presente ricerca e la definizione dell’ambito d’indagine 6

CAPITOLO 1

LA STRUTTURA E L’OPERATIVITÀ DEI *CONTINGENT CAPITAL BONDS*

1. Prima approssimazione di cosa sono e come operano i *Contingent Capital Bonds* e la molteplicità delle loro denominazioni (*i.e. CoCos* o *CoCo Bonds*) 9
2. Il mercato dei *Contingent Capital* 11
3. Gli elementi tipizzanti la struttura dei *Contingent Capital Bonds* e gli obiettivi sottesi alla loro emissione..... 13
4. Tra *CoCo Bonds* Bancari e *CoCo Bonds* Ordinari 15
5. La calibrazione del momento di intervento per il recupero dell’attività di impresa: *Going concern CoCos* e *Gone concern CoCos* 16
6. Il meccanismo di assorbimento delle perdite (c.d. *loss absorption mechanism*) 19
 - 6.1. L’assorbimento delle perdite mediante conversione dei *CoCo Bonds* in capitale di rischio (c.d. *conversion into equity CoCos*) 24
 - 6.2. L’assorbimento delle perdite mediante riduzione del valore nominale del credito (c.d. “*write-down*”) 32
7. L’evento condizionante (c.d. “*trigger event*”)..... 34
 - 7.1. *Trigger events* meccanici..... 38
 - 7.1.1. *Trigger* basati su valori di bilancio (c.d. *balance sheet triggers*)..... 39
 - 7.1.2. *Trigger* basati su valori di mercato (c.d. *market value triggers*)..... 41
 - 7.2. Le condizioni di conversione discrezionali (c.d. “*discretionary triggers*”) 47
 - 7.3. *Trigger events* complessi (c.d. “*dual triggers*” o “*systemic triggers*”) 49
8. Il rapporto di conversione (c.d. *conversion ratio*) 51
 - 8.1. Il rapporto di conversione predeterminato all’atto dell’emissione (c.d. “*fixed shares*”) 54
 - 8.2. Il rapporto di conversione definito all’atto della conversione (c.d. “*fixed dollar conversion*”) 56

CAPITOLO 2

PERCHÉ SI EMETTONO I *CONTINGENT CAPITAL BONDS*?

1. Introduzione: una indagine circa i vantaggi di natura finanziaria e gli incentivi di carattere normativo.....	60
2. Le modalità di finanziamento delle imprese e le teorie sulla struttura del capitale: dal teorema di Modigliani-Miller alla <i>Pecking Order Theory</i> di Myers e Majluf	60
3. Gli “incentivi normativi” all’emissione di strumenti <i>Contingent Capital</i> : specialità dell’impresa bancaria e specialità della regolamentazione bancaria	68
3.1. Gli Accordi di Basilea e l’evoluzione della disciplina di vigilanza prudenziale.....	71
4. Funzioni e caratteristiche del patrimonio di vigilanza negli Accordi di Basilea e nella normativa di recepimento	75
5. La struttura quali-quantitativa dei fondi propri e l’approccio timido agli strumenti <i>contingent capital</i> nel CRR e nella CRD IV	77
5.1. (segue) Gli strumenti di capitale primario di classe 1 (ovvero, di <i>Common Equity Tier 1</i>).....	82
5.2. Gli strumenti <i>Additional Tier 1 Capital</i>	84
5.2.1. La rinnovata e rafforzata capacità di assorbimento delle perdite degli strumenti <i>ATI</i>	86
5.2.2. La partecipazione degli strumenti <i>ATI</i> all’assorbimento delle perdite e al risanamento dell’emittente	92
5.2.2.1. La determinazione dell’ammontare necessario per l’assorbimento delle perdite	95
5.2.2.2. L’assorbimento delle perdite mediante conversione dei titoli <i>ATI</i> in <i>Common Equity Tier 1</i>	97
5.2.2.3. L’assorbimento delle perdite mediante riduzione del valore nominale (c.d. <i>write-down</i>).....	99
6. Gli strumenti <i>ATI CoCos</i> e i nuovi strumenti di <i>bail-in</i> contrattuale attraverso il prisma della “ <i>Bank Recovery and Resolution Directive</i> ” (Direttiva 2014/59/UE)	104
7. Brevi cenni sulle origini della <i>Bank Recovery and Resolution Directive</i>	105
8. La struttura della direttiva <i>Bank Recovery and Resolution Directive</i> e la nuova disciplina per la gestione delle crisi bancarie.....	107
9. L’operatività del <i>bail-in</i>	109
9.1. Lo strumento del <i>bail-in</i> tra “ <i>Comprehensive Approach</i> ” e “ <i>Target Approach</i> ”	111
9.1.1. Il <i>Comprehensive Approach</i>	111
9.1.2. Il <i>Target Approach</i>	114

10. Le scelte normative della BRRD: adesione al <i>Comprehensive Approach</i> con aperture al <i>Target Approach</i>	116
11. Le sorti degli strumenti <i>Contingent Capital</i> nella prospettiva della BRRD.....	118
11.1. L'applicazione dello strumento del <i>bail-in</i> ai <i>CoCos Bancari</i> (<i>i.e.</i> agli strumenti <i>ATI</i>)	118
11.2. L'applicazione dello strumento del <i>bail-in</i> ai <i>CoCos Ordinari</i> e agli strumenti di <i>bail-in</i> contrattuale	122

CAPITOLO 3

LA NATURA GIURIDICA DEGLI STRUMENTI *CONTINGENT CAPITAL*, LA LORO COLLOCAZIONE SISTEMATICA ED ALCUNI SPUNTI IN TEMA DI “DISCIPLINA OPERATIVA”

1. Introduzione.....	126
2. La funzione economica-causalistica degli strumenti <i>Contingent Capital</i>	128
3. Il tipo di strumento finanziario in cui possono essere “confezionati” gli strumenti <i>CoCos</i>	133
3.1. Trattati essenziali della fattispecie obbligazionaria: il diritto incondizionato al pagamento degli interessi e al rimborso del capitale.....	136
3.2. La fattispecie degli strumenti para-obbligazionari: la parametrizzazione del rimborso del capitale all'andamento economico dell'emittente	139
3.2.1. (segue) la definizione dell'indicizzazione dei tempi e dell'entità del rimborso negli strumenti para-obbligazionari.....	144
3.2.2. La neutralità degli strumenti para-obbligazionari al <i>substratum</i> economico	145
3.3. La riconducibilità degli strumenti <i>Contingent Capital Ordinari</i> nell'alveo degli strumenti para-obbligazionari.....	146
3.4. La riconducibilità degli strumenti <i>Contingent Capital Bancari</i> (<i>i.e.</i> strumenti <i>ATI</i>) nell'alveo degli strumenti para-obbligazionari.....	147
4. I <i>CoCo Bonds</i> quali strumenti para-obbligazionari assoggettati alla disciplina delle obbligazioni	150
4.1. La competenza a deliberare l'emissione degli strumenti <i>CoCos</i>	151
4.1.1. L'emissione di <i>write-down CoCos</i>	154
4.1.2. L'emissione di <i>conversion into equity CoCos</i>	155
4.1.3. L'emissione di strumenti di <i>bail-in</i> contrattuale ai sensi della BRRD.....	158
4.2. L'applicazione dei limiti all'emissione di cui all'art. 2412 c.c. nell'ambito dei titoli <i>CoCos</i>	161
4.2.1. I limiti all'emissione di titoli <i>CoCos</i> nelle società di diritto comune.....	161

4.2.2. L'assenza di limiti all'emissione nei titoli <i>CoCos</i> emessi dagli enti di credito ...	163
CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE	165
BIBLIOGRAFIA	174

INTRODUZIONE

1. Il contesto socio-economico in cui sono “venuti ad esistenza” i *Contingent Capital Bonds*

I *Contingent Capital Bonds* (anche conosciuti come strumenti *Contingent Capital* o con la denominazione *CoCo Bonds* o *CoCos*) sono strumenti finanziari atipici incorporanti un diritto di credito a favore dell'investitore, i quali, al verificarsi di un predeterminato evento contrattualmente definito in sede di emissione e rappresentativo di una situazione di crisi patrimoniale o finanziaria dell'emittente (c.d. *trigger event*) si convertono in capitale di rischio (c.d. *conversion into equity CoCos*), ovvero, subiscono la falcidia del loro valore nominale (c.d. *write down CoCos*).

In estrema sintesi, la precipua funzione degli strumenti *CoCos* è quella di favorire la continuità dell'attività d'impresa nei casi di crisi temporanea o ai primordi della stessa (c.d. *Going-Concern CoCos*) ovvero di garantire l'ordinata risoluzione dell'ente emittente (c.d. *Gone-Concern CoCos*), attraverso una ricapitalizzazione formale di quest'ultimo che ha luogo mediante la riduzione del passivo per un valore equivalente a quello dei titoli *CoCos* emessi.

Per meglio apprezzare le ragioni che hanno portato ad una ampia diffusione nei mercati internazionali degli strumenti *CoCos* (soprattutto, ad opera delle imprese bancarie) nonché per comprendere le attenzioni riservate a questi ultimi da parte degli organismi internazionali preposti alla stabilizzazione dei mercati finanziari (*i.e. Financial Stability Board* o FSB) o alla convergenza normativa (*i.e. Comitato di Basilea* o BCBS) nonché presso le autorità di vigilanza nazionali, occorre in via preliminare volgere brevemente lo sguardo al passato per analizzare quali siano state le cause che, secondo la principale letteratura accademica, hanno concorso a provocare la crisi dei mercati finanziari¹ a far tempo dal 2008².

La causa primordiale del tracollo che ha grandemente colpito gli operatori dei mercati finanziari (con ciò intendendosi tutti i soggetti attivi nell'ambito dell'intermediazione sia del

¹ Per quanto la questione trascenda le finalità del presente scritto, pare opportuno precisare che, ad avviso di chi scrive, la crisi dei mercati finanziari rappresenta solo una “faccia” di una più ampia crisi che ha coinvolto l'economia reale la quale, a sua volta, è la cartina tornasole di una crisi antropologica e culturale che ha colpito il mondo ed in particolar modo l'occidente. Sul punto, si veda: BENEDETTO XVI, *Caritas in Veritate*, Città del Vaticano, 2009, p. 49; M. VITALE, *Passaggio al futuro – Oltre la crisi attraverso la crisi*, Milano, 2010, p. 2 ss.

² Nonostante qualche avvisaglia fosse già presente dal 2006, convenzionalmente in letteratura si è soliti ricollegare l'inizio della crisi dei mercati finanziari con la presentazione, il 15 settembre 2008, da parte di *Lehman Brothers Holdings Inc.* dell'istanza di ammissione alla procedura di cui al *Chapter 11* del *US Bankruptcy Code*. In tal senso, cfr.: N. LINCIANO, *La crisi dei mutui subprime - problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le autorità di vigilanza*, in *Consob - Quaderni di Finanza*, 2008, disponibile al sito: www.consob.it.

credito sia degli investimenti) può essere sinteticamente individuata in una forte propensione al rischio unitamente ad una non buona (forse e meglio, “distorta”) misurazione dei “rischi” d’impresa in concreto assunti³. La questione può e deve essere esaminata – seppure sinteticamente – da diverse prospettive.

Innanzitutto, l’utilizzo di strumenti di remunerazione degli amministratori correlati all’andamento dei corsi azionari (c.d. *stock option*) ha permesso di limitare i c.d. *agency cost* favorendo la convergenza dell’interesse alla massimizzazione dei profitti tra soci ed organo gestorio, ma, di converso, ha incrementato la propensione al rischio ed incentivato una gestione orientata al breve termine (c.d. *short-termism*)⁴.

In secondo luogo, il rapporto fra le società finanziarie e le agenzie di *rating* si è sempre caratterizzato per un forte conflitto d’interessi al fine di sottostimare i rischi assunti dalle prime⁵. Invero, da un lato, gli enti di credito sottostimando il proprio profilo di rischio sopportano un costo di finanziamento inferiore e beneficiano di minori oneri di patrimonializzazione, dall’altro, le società di rating per certificare l’apparenza di tale stato di salubrità patrimoniale lucrano alti corrispettivi, innescandosi – in tale contesto – quel fenomeno c.d. di “*rating shopping*”, in cui le società emittenti titoli vanno alla ricerca di quelle società di revisione che gli garantiscono un maggior livello di merito creditizio⁶.

In siffatta prospettiva, va altresì evidenziato che l’analisi dei rischi assunti dagli enti di credito è risultata oltremodo distorta allorché le autorità di vigilanza hanno prestato fede ai modelli di rischio e ai documenti informativi redatti degli stessi soggetti controllati e validate

³ Cfr. C.W. CALOMIRIS – R.J. HERRING, *Why and How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement*, 2011, disponibile al sito www.ssrn.com, p. 4. Va peraltro precisato che l’accezione utilizzata è volutamente generica per includere in tale ambito tutti i rischi che un intermediario finanziario, proprio in ragione della sua frapposizione tra soggetti conferenti risparmi e soggetti richiedenti credito, si assume nell’ordinaria gestione della sua attività d’impresa.

⁴ Cfr. Y. LANDSKRONER – A. RAVIV, *The 2007-2009 Financial Crisis and Executive Compensation: an Analysis and a Proposal for a Novel Structure*, working paper, maggio 2010, disponibile al sito www.eurofidai.org; A.S. BLINDER, *Crazy Compensation and the crisis*, in *Wall Street Journal*, 28 maggio 2009; L.A. BEBCHUCK – H. SPAMANN, *Regulating Bankers’ Pay*, in *Georgetown Law Journal*, 2010, p. 247 ss.; L.A. BEBCHUK – A. COHEN – H. SPAMANN, *The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000–2008*, in *Yale Journal on Regulation*, 2010, p. 257 ss.; T. PADOA SCHIOPPA, *La veduta corta*, Bologna, 2009, *passim*. In estrema sintesi, si può osservare che i c.d. *stock option* sebbene concorrano ad incrementare il valore dell’azione, tuttavia, possono di fatto indurre il *management* ad adottare politiche di gestione di breve periodo (il c.d. *short-termism*) – a discapito dell’interesse degli azionisti, e dell’intera collettività, alla creazione di valore sul lungo periodo – al fine di provocare una crescita dei corsi azionari in concomitanza con la possibilità di esercizio delle opzioni di cui dispongono.

⁵ C.W. CALOMIRIS – R. J. HERRING, *Why and How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement*, *cit.*, p. 4.

⁶ Il fenomeno del *rating shopping* è stato oggetto di attenzione sia da parte della dottrina sia da parte della stampa specializzata. Cfr.: A. COHEN, *Rating Shopping in the CMBS Market*, working paper, Ottobre 2011, disponibile al sito www.federalreserve.gov; A. LUCCHETTI – S. NG, ‘*Ratings Shopping*’ Lives as *Congress Debates a Fix*, in *Wall Street Journal*, 24 maggio 2010.

dalle società di rating, discendendone che i *regulators*, non disponendo di informazioni credibili ed indipendenti per valutare lo stato di salute dei soggetti vigilati, non erano in grado di attivarsi tempestivamente per sollecitare una miglior gestione o il risanamento di questi ultimi.

A ciò si aggiunga che al verificarsi di una situazione di crisi in capo ad una società (ovviamente, a segregazione patrimoniale perfetta) la gestione dei rischi diviene assai problematica in ragione di peculiari dinamiche comportamentali da parte dei vari soggetti coinvolti.

Invero, in tali circostanze i soci sono incentivati a porre in essere, sollecitando in tal senso gli amministratori, condotte opportunistiche volte ad incrementare il profilo di rischio dei futuri investimenti (c.d. *risk bearing*), atteso che, in virtù della responsabilità limitata, in caso di fallimento della società in ogni caso gli stessi soci non sopporteranno costi oltre la misura del proprio investimento iniziale, sicché il rischio ed il costo del fallimento associato a un dato progetto d'investimento verrà traslato interamente a carico dei creditori (c.d. processo di *risk shifting*) mentre l'eventuale plusvalenza netta che dovesse essere eventualmente generata andrà a giovamento degli stessi soci⁷.

In senso contrario, va però osservato che l'appropinquarsi della crisi potrebbe in tesi indurre gli amministratori (quali esponenti della compagine di maggioranza) a tenere condotte di segno opposto. Infatti, allorché vi sia una chiara percezione della crisi gli amministratori potrebbero decidere di non sfruttare le opportunità di investimento aventi un valore attuale netto positivo poiché la totalità dei profitti da essi derivanti andrebbero a vantaggio esclusivo dei creditori sociali e non dei soci (c.d. fenomeno del *debt overhang*)⁸.

A ciò si aggiunga che in tale contesto, un eventuale aumento del capitale, ancorché se ne accerti la necessità, difficilmente trova il consenso dei soci i quali, da un lato, attesa la loro qualifica di *residual claimants*, non hanno interesse a sostenere la società in quanto il valore dei nuovi conferimenti andrebbe a beneficio esclusivo dei creditori (c.d. *fixed claimants*), dall'altro,

⁷ NOTA ANONIMA, *Distress-Contingent Convertible Bonds: A Proposed Solution to the Excess Debt Problem*, in *Harvard Law Review*, 1991, p. 1859 ss. laddove si osserva che “most important, distress often distorts corporate investment incentives: troubled debtors will misallocate societal resources by underinvesting in stable projects and overinvesting in risky ones”. In nota n. 15, si precisa inoltre che “distressed debtors generally prefer extremely risky projects because only large gains will satisfy bondholder payments and still leave enough value for shareholders”.

⁸ SQUAM LAKE WORKING GROUP, *An Expedited resolution mechanism for distressed financial firms: Regulatory hybrid securities*, Concil on Foreign Relations, aprile 2009, p. 2, “after a bank has suffered substantial losses, managers who represent the interests of shareholders may be reluctant to issue new equity because of what economists call the debt overhang problem. If a troubled bank issues new equity, the bank’s bondholders get some of the benefits because the new capital increases the likelihood they will be repaid. Existing shareholders, on the other hand, bear costs because their claims on the firm are diluted. Issuing new equity amounts to a transfer from existing shareholders to bondholders”.

temono che un aumento del capitale con ingresso di nuovi azionisti possa comportare un rilevante effetto diluizione dei loro diritti e, soprattutto, del loro potere di controllo⁹.

La crisi dei mercati finanziari ha poi dimostrato che tali tendenze opportunistiche risultano particolarmente acute nelle imprese finanziarie laddove i soci degli enti di credito c.d. “*too big to fail*” siano consapevoli della presenza di reti pubbliche di salvataggio (c.d. *banking safety net*) in quanto ciò gli incentiva ad incrementare le posizioni di rischio¹⁰ e/o a non monitorare il livello dei rischi effettivamente assunti (c.d. *moral hazard*), confidando nel fatto che per ragioni di interesse collettivo i governi nazionali in via tendenziale non lasciano mai fallire gli enti bancari¹¹.

Come si è avuto modo di constatare a più riprese in tutti i mercati occidentali, l’aspettativa dei soci si è esaudita ed i vari governi nazionali hanno “salvato” gli enti di credito attraverso il denaro dei contribuenti (c.d. *bail-out*). Tale tipo di intervento pubblico ha fatto sì che i bilanci delle banche e quelli dei vari stati nazionali divenissero legati a “doppio filo”,

⁹ Sul punto si veda quanto riportato da C.W. CALOMIRIS– R. J. HERRING, *Why and How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement*, cit., p. 5, laddove rilevano che “*a top executive at one of those banks confessed to one of us over breakfast during the summer of 2008 that, despite the need to replace lost equity, the price of stock was too low. Issuing significant equity in the summer of 2008 would have implied substantial dilution of stockholders – including existing management. Institutions that had suffered large losses preferred to wait, hoping for an end to the crisis in the summer of 2008, and the elevation of risky asset prices that would accompany that market improvement. After the bailout of Bear Stearns, they also believed that if their situation deteriorated severely, the government likely would step in. That further undermined any incentive to replace equity capital promptly or even pre-emptively. On balance, the best strategy was to wait and hope for the best*”. Inoltre, cfr. L. STANGHELLINI, *Directors’ Duties and the Optimal Timing of Insolvency. A Reassessment of the “Recapitalize or Liquidate” Rule*, in *Diritto delle società oggi*, a cura di P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca, Torino, 2011, p. 733 ss.

¹⁰ In tema di incremento delle posizioni di rischio e problemi di conservazione del capitale nel corso della crisi, si richiama quanto esposto in introduzione al documento *Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, aggiornamento del giugno 2011, disponibile al sito www.bis.org, p. 7, laddove si precisa che “*all’inizio della crisi finanziaria diverse banche hanno continuato ad effettuare ampie distribuzioni di utili sotto forma di dividendi, riacquisti di azioni proprie e politiche di remunerazione generose anche di fronte al deterioramento delle proprie condizioni finanziarie e delle prospettive del settore. Ciò è imputabile in larga misura a un problema di comportamenti collettivi, per cui una riduzione di queste erogazioni veniva percepita come un segnale di fragilità. Tuttavia, queste prassi hanno reso meno solide le singole banche e il settore nel suo insieme. Molti istituti sono rapidamente tornati a registrare utili, ma non hanno fatto abbastanza per ricostituire le proprie riserve patrimoniali al fine di sostenere l’erogazione di nuovi finanziamenti. Nel complesso, queste dinamiche hanno accentuato la prociclicità del sistema*”.

¹¹ Cfr. J.C. JR. COFFEE, *Systemic risk after Dodd-Frank: Contingent capital and the need for regulatory strategies beyond oversight*, in *Columbia Law Review*, 2010, p. 798, il quale rileva che “*the market’s perception that some financial institutions were “too big to fail” enabled these firms to obtain capital at a discounted price commensurate with the market’s judgment that they would be bailed out*”; “*SQUAM LAKE WORKING GROUP, An Expedited resolution mechanism for distressed financial firms: Regulatory hybrid securities*, cit., p. 4, laddove si precisa che “[the] conflict between private and social costs is particularly severe for banks that consider themselves too big to fail. The prospect of a government bailout lets them ignore part of the cost of the risky actions they take—such as issuing debt—while capturing all the benefits”.

discendendone, da un verso, che il merito di credito¹² dei vari intermediari finanziari venisse valutato in base al sostegno pubblico che gli stessi potevano di fatto vantare, dall'altro, che i bilanci nazionali si trovassero esposti e compromessi dalle rilevanti esposizioni verso i diversi operatori bancari ai quali, di riflesso, si chiedeva di investire in titoli emessi dallo stesso stato "salvatore".

In particolare, per quel che riguarda il nostro continente, il salvataggio da parte dei governi nazionali ha favorito una "balcanizzazione" del mercato finanziario dell'Unione Europea. Invero, conformemente a quanto intuibile attraverso la c.d. "teoria dei giochi"¹³ – secondo cui le scelte compiute dal giocatore nelle fasi precedenti sono influenzate dagli esiti attesi – se il salvataggio viene realizzato attraverso il ricorso a risorse nazionali, di fatto, nel mercato unico si genera un effetto di "free riding" ed allora gli investitori, i manager e le autorità di vigilanza, valuteranno, gestiranno e supervisioneranno le società in un'ottica nazionale, facendo venire meno quella prospettiva transfrontaliera, cui l'Europa continentale anela da oltre mezzo secolo.

Quanto finora esposto costituisce una premessa fondamentale per comprendere quali siano alcune delle "anomalie del mercato" – soprattutto di quello bancario-finanziario – a cui, oggi, è necessario provare a porre rimedio per scongiurare il ripetersi dei medesimi errori.

Muovendo da tale perimetro concettuale, si evidenzia che gli strumenti *CoCos* attraverso la loro peculiare struttura – che permette la ricapitalizzazione formale dell'emittente e, nell'ipotesi di conversione, il mutamento della compagine sociale – si propongono di concorrere alla risoluzione di taluni problemi riscontrati nel corso della crisi, in particolar modo rafforzando la struttura patrimoniale delle società emittenti e migliorando la loro *corporate governance*.

A tale ultimo riguardo, va rilevato che, proprio in ragione della loro capacità di preparare le società emittenti a fronteggiare eventuali stress patrimoniali, nonché di ridurre i "costi sociali" derivanti dall'eventuale insolvenza, la letteratura accademica e gli organi di vigilanza si propongono di conseguire obiettivi assai ambiziosi attraverso l'utilizzo dei *Contingent Capital Bonds*.

¹² Per chiarezza espositiva, si precisa che il merito creditizio è definibile, in sintesi, come l'apprezzamento della solvibilità di un debitore al momento in cui gli viene erogato credito da parte di un soggetto terzo.

¹³ Secondo la definizione che ne dà l'Enciclopedia Treccani per Teoria dei Giochi si intende il "modello matematico per lo studio delle 'situazioni competitive', in cui cioè sono presenti più persone (o gruppi di persone, o organizzazioni) dette appunto 'giocatori', con autonoma capacità di decisione e con interessi contrastanti".

Segnatamente, si possono evidenziare le seguenti finalità¹⁴: a) tempestiva segnalazione del rischio di *default* e rapida ricapitalizzazione dell'ente emittente; b) esclusione delle procedure di *bail-out*; c) riduzione della propensione al rischio e contingentamento del *moral hazard*; d) contenimento del rischio di contagio nei mercati finanziari e limitazione del rischio sistemico nella gestione della crisi.

Ad ogni modo, occorre sin da ora rilevare che, in concreto, l'intensità con cui i predetti obiettivi possono essere di volta in volta conseguiti dipende grandemente dall'effettiva struttura che i *CoCos* in concreto assumono, posto che, come già si è avuto modo di delineare e come in seguito si illustrerà in dettaglio, gli strumenti in parola conoscono una molteplicità di forme e possono essere variamente declinati in base alle specifiche esigenze negoziali o finanziarie del mercato di riferimento o dell'emittente.

2. Le finalità della presente ricerca e la definizione dell'ambito d'indagine

Negli ultimi anni la ricerca relativa agli strumenti *Contingent Capital* si è andata progressivamente sviluppando allorché le autorità nazionali ed internazionali di regolamentazione dei mercati bancari sono andate alla ricerca di soluzioni per garantire una migliore e più forte patrimonializzazione degli enti di credito nonché per individuare una nuova disciplina per una rapida ed ordinata soluzione delle crisi bancarie così scongiurando il ricorso al meccanismo del c.d. *bail-out*.

I principali contributi sul tema sono quindi maturati nell'ambito dei tavoli di studio incardinati presso organismi nazionali e sovranazionali¹⁵ nonché in ambiente accademico, soffermandosi in particolar modo ad esaminare le esternalità positive o negative correlate ad un impiego dei *CoCo Bonds* da parte degli istituti di credito¹⁶. Invero, per ovvie ragioni, facilmente intuibili anche alla luce di quanto suesposto, il sistema bancario ha rappresentato e tutt'ora

¹⁴ Cfr. C.W. CALOMIRIS – R.J. HERRING, *Why and How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement*, cit., p. 16.

¹⁵ Per un'ampia descrizione in ordine alle diverse proposte di regolamentazione ed uso degli strumenti *Contingent Capital* assunte dagli organismi internazionali e dai governi nazionali, cfr.: W.A. KAAL – C. K. HENKEL, *Contingent Capital with Sequential Triggers*, in *San Diego Law Review*, 2012, p. 223. Degno di particolare nota è l'indagine svolta dal *Squam Lake Group* e i cui atti sono raccolti in K.R. FRENCH – M.N. BAILY – J.Y. CAMPBELL – J.H. COCHRANE – D.W. DIAMOND, *The Squam Lake Report: Fixing the Financial System*, 2010, Princeton University Press, p. 1, laddove si muove da seguente assunto "How do we prevent a replay of the World Financial Crisis? This is one of the most important policy questions confronting the world today, and it remains unanswered".

¹⁶ S. SORRENTINO, *Basilea III e Contingent Capital: occasione mancata o falsa panacea?*, in *Banca Impresa Società*, 2012, n. 1., p. 25 ss.

rappresenta l'ambito economico che, in ragione delle sue peculiari caratteristiche¹⁷, più di altri può necessitare – e, di riflesso, beneficiare – dell'emissione degli strumenti *Contingent Capital*.

L'esigenza di un ricerca sul tema discende da sollecitazioni di ordine diverso: in primo luogo, dall'attenzione che gli operatori del mercato (bancario e finanziario) stanno sempre più dimostrando verso gli strumenti *CoCos: ex latere debitoris*, in ragione della loro ascrivibilità nell'alveo dei c.d. “strumenti di patrimonializzazione”, viceversa, *ex latere creditoris*, per gli alti tassi di interesse che gli stessi riconoscono¹⁸; in secondo luogo, dai mutamenti nel quadro comunitario relativo alla vigilanza macro prudenziale degli enti di credito ad opera del Regolamento n. 575/2013 (c.d. CRR) e della Direttiva n. 2013/36/UE (c.d. CRD IV), nonché dalla nuova legislazione per la gestione delle crisi bancarie introdotta dalla Direttiva n. 2014/59/UE (c.d. BRRD).

Muovendo da tali considerazioni, e a mente dalla convinzione che “*la prima regola di ogni costruzione giuridica è l'osservazione genuina dei fatti*”¹⁹, il presente scritto si snoda in tre capitoli secondo il seguente schema.

Nel primo capitolo, si fornisce un quadro dei principali elementi strutturali dei *CoCo Bonds* (ovverosia, (i) *loss absorption mechanism*; (ii) *trigger events*; (iii) *conversion ratio*) evidenziandone le eventuali criticità sulla base di quanto riscontrato nella prassi, ovvero, di quanto rilevato dalle varie teorie economiche che sono state nel corso del tempo elaborate per legittimare l'adozione di diverse architetture operative.

Nel secondo capitolo, si indagano le ragioni di carattere economico e giuridico che giustificano le convenienza ad emettere strumenti finanziari *CoCos*, in particolar modo approfondendo quali siano i requisiti a cui questi ultimi debbano attenersi – conformemente a quanto previsto dal regolamento UE n. 575/2013 (c.d. CRR) – per la loro valorizzazione nel patrimonio di vigilanza degli enti di credito. In tale contesto, viene anche in considerazione il rapporto tra le modalità di assorbimento delle perdite previste per gli strumenti *CoCos* e il meccanismo di *bail-in* recentemente introdotto dalla c.d. *Bank Recovery and Resolution Directive* (Direttiva n. 2014/59UE) .

¹⁷ Sul punto si veda: Cap. 2, par. 5.

¹⁸ Atteso il maggior rischio di perdita del capitale che ontologicamente gli strumenti *CoCos* incorporano riconosco di prassi un tasso di interessi maggiore rispetto ai creditori *senior*. Il dato per quanto lapalissiano è confermato in letteratura da S.N. KAPLAN, *Should Banker Pay Be Regulates?*, in *The Economist's Voice 2.0: The Financial Crisis, Health Care Reform, and More*, a cura di A.S. Edlin e J.E. Stiglitz, New York, 2012, p. 101, nonché condiviso da una recente quaderno illustrativo pubblicato da un importante istituti di credito internazionale: M. SCHMID, *Investing in Contingent Convertible*, *Credit Suisse*, 2014, p. 3, disponibile al sito www.credit-suisse.com.

¹⁹ C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, vol. I, Milano, 1912, p. 93, ove nella prefazione alla 4° edizione dell'opera, l'Autore ammoniva studenti e studiosi a non avventurarsi “*mai ad alcuna trattazione giuridica se non conoscono a fondo la struttura tecnica e la funzione economica dell'istituto che è oggetto dei loro studi*” poiché “*se il diritto ha per iscopo di regolare gli effetti di un istituto, è evidente che lo studio pratico della sua natura deve precedere quello del diritto*”.

Nel terzo capitolo, si cerca quindi di definire con particolare riferimento all'ordinamento domestico, la natura dei titoli *CoCos* al fine di individuarne una collocazione tipologica fra l'ampia gamma di strumenti di finanziamento che, alla luce della riforma del diritto societario, si collocano tra capitale di rischio e capitale di terzi. In tale prospettiva, vengono poi approfondite alcune questioni di ordine "operativo" relativamente all'emissione dei *CoCo Bonds*.

CAPITOLO 1

LA STRUTTURA E L'OPERATIVITÀ DEI CONTINGENT CAPITAL BONDS

1. Prima approssimazione di cosa sono e come operano i *Contingent Capital Bonds* e la molteplicità delle loro denominazioni (i.e. *CoCos* o *CoCo Bonds*)

Come brevemente accennato in premessa, i *Contingent Capital Bonds* sono strumenti finanziari atipici, incorporanti un diritto di credito a favore dell'investitore, i quali, al verificarsi di un predeterminato evento contrattualmente²⁰ definito in sede di emissione (c.d. *trigger event*)²¹ e correlato all'andamento economico e/o finanziario dell'emittente, vengono convertiti in capitale di rischio (c.d. *conversion into equity CoCos*)²², ovvero, subiscono la falcidia del loro valore nominale (c.d. *write down CoCos*).

Tale struttura operativa permette all'emittente di assorbire le perdite che la stessa debba dover fronteggiare (per esempio, a seguito di una repentina svalutazione degli attivi di bilancio) attraverso la riduzione del passivo per un importo corrispondente al valore degli strumenti *Contingent Capital* emessi dando corso ad una ricapitalizzazione formale²³ ed in tal modo favorendo, se del caso, la continuità dell'attività d'impresa (c.d. *Going Concern CoCos*), ovvero, permettendo l'ordinata liquidazione della società stessa (c.d. *Gone Concern CoCos*).

Da questo angolo visuale si può osservare che la finalità preminente dello strumento in esame è dunque quella di “spezzare” le rigidità che caratterizzano la struttura patrimoniale delle società, laddove le poste attive si contraddistinguono per un alto grado di elasticità discendente dall'incertezza in ordine al valore degli *assets* o dei crediti, mentre le poste del passivo sono tendenzialmente anelastiche e certe. In altre parole, i *Contingent Capital Bonds* permettono di “elasticizzare” la struttura patrimoniale dell'emittente di guisa che al verificarsi di una

²⁰ In ordine alla contrattualizzazione del meccanismo di assorbimento delle perdite, S. AVDJIEV – A. KARTASHEVA – B. BAGDANOVA, *CoCos: a primer*, in *BIS Quarterly Review*, 2013, disponibile al sito www.ssrn.com, p. 43, nota 2, precisano che “*non-CoCo debt instruments may also absorb losses. However, this could occur only upon the application of a statutory resolution regime at the point of non-viability*”.

²¹ Come meglio sia andrà esponendo *infra sub* Cap. 1, par. 7, tale evento è nella prassi correlato ad una situazione di stress patrimoniale o finanziario della società emittente. Tuttavia, in ipotesi del tutto teorica, nulla esclude che il *trigger event* possa essere configurato anche per diverse circostanze.

²² In siffatta prospettiva, è già di per sé evidente la differenza tra i *CoCo Bonds* e le “ordinarie” obbligazioni convertibili (c.d. “*plain vanilla*”), posto che nei primi l'eventuale conversione non è rimessa alla libertà di una delle parti ma dipende dal verificarsi di una pre-individuata condizione. Sul punto si ritornerà per maggiori approfondimenti, *infra sub* Cap. 3, par. 3 e par. 4.

²³ Per “ricapitalizzazione formale”, termine a cui si farà più volte rinvio nel presente elaborato, si intende la ricapitalizzazione che ha luogo in assenza dell'apporto di nuovi conferimenti ma semplicemente mediante l'elisione di poste di passivo per ammontare idoneo a ricreare o ad incrementare il patrimonio netto di una società.

diminuzione dell'attivo, anche il passivo – nei limiti del valore degli strumenti emessi – possa essere corrispettivamente ridotto.

Come meglio si illustrerà in seguito, nella prassi non esiste un unico modello di strumento *Contingent Capital* atteso che la struttura del tipo in discorso è estremamente poliforme e può essere variamente declinata in ragione delle specifiche finalità che l'emittente si prefigge di conseguire sul piano economico, oppure, dai vantaggi giuridico-normativo che la stessa mira a conseguire²⁴.

Tale poliedricità si rispecchia anche in ordine al mutevole profilo nominalistico assunto da questi strumenti nella prassi di mercato o in dottrina. Invero, il nome più comune ed icastico utilizzato è quello di *Contingent Capital Bonds* o *Contingent Convertible Bonds*²⁵ (in breve, anche *CoCos* o *CoCo Bonds*), ciò nonostante, ci si può imbattere in numerosi altri appellativi o acronimi i quali, sebbene possano ingenerare confusione nell'interprete, sono funzionali ad individuare l'ente emittente o talune peculiari caratteristiche strutturali ed operative proposte dalla letteratura accademica²⁶.

²⁴ Come meglio si andrà spiegando *sub* Cap. 2, allorché gli strumenti in discorso vengano emessi da enti creditizi, questi ultimi hanno uno specifico interesse affinché le pattuizioni negoziali siano rispettose delle prescrizioni indicate dalla normativa di vigilanza prudenziale affinché i *CoCos* possano essere inclusi nel c.d. "patrimonio di vigilanza".

²⁵ Si evidenzia che la denominazione *Contingent Convertible Bonds* venga utilizzata allorché si valorizzi il profilo della conversione in capitale di rischio piuttosto che quella di riduzione del valore nominale.

²⁶ Sotto il profilo strettamente terminologico ed al fine di fugare eventuali dubbi interpretativi, occorre dare atto che nella prassi gli strumenti finanziari in discorso hanno conosciuto le seguenti denominazioni: (i) *Enhanced Capital Notes* (termine coniato da *Lloyds Bank Plc* ed il relativo acronimo è *ECNs*); (ii) *Enhanced Capital Securities* (termine coniato da *Bank of Cyprus Public Company Limited Ltd* ed il relativo acronimo è *CECS*); (iii) *Contingently Vesting Bonuses* (termine coniato da *Barclays Bank Plc* ed il relativo acronimo è *Cobos*); (iv) *Buffer Capital Notes* (termine coniato da *Credit Suisse*). Inoltre, si segnala che F. DI GIROLAMO, F. CAMPOLONGO, J. DE SPIEGELEER, W. SCHOUTENS, *Contingent Conversione Convertible Bond: New avenue to raise Bank capital*, 2012, disponibile al sito www.ssrn.com, ipotizzano anche la creazione di un *Contingent Conversion Convertible Bond* (il cui acronimo è *CoCoCo*), ovvero sia, uno strumento che incorpora sia le caratteristiche dei *CoCos* in senso stretto sia delle obbligazione convertibili "tradizionali"; in tal modo, l'emittente potrebbe convertire il debito in capitale di rischio solo al verificarsi della condizione convenuta, viceversa, l'investitore avrebbe sempre la possibilità di esercitare il diritto di conversione così potendo profittare anche dell'eventuale andamento positivo dell'emittente. Infine, G. PENNACCHI – G. VERMAELEN – C.P. WOLF, *Contingent Capital: The Case for COERCs*, 2010, disponibile al sito www.lse.ac.uk, propongono l'emissione di uno strumento finanziario chiamato *Call Option Reverse Convertibles – COERCs* che si configura come una obbligazione *Contingent Capital* con *trigger* basato su valori di mercato, incorporante una *call option* che attribuisce ai soci il diritto di acquistare le azioni che sarebbero da attribuire agli obbligazionisti al momento della conversione così da evitare o limitare l'eventuale effetto diluizione in capo ai primi. A fronte della molteplicità di denominazioni J. DE SPIEGELEER – W. SCHOUTENS, *Multiple Trigger CoCos: Contingent Debt Without Death Spiral Risk*, in *Financial Markets, Institution & Instruments*, New York, 2013, p. 129, hanno acutamente osservato che "having different neames for one and the same instrument, clearly adds to the confusion".

2. Il mercato dei *Contingent Capital*

I *CoCos* si sono progressivamente diffusi nei mercati finanziari internazionali, in principio in Inghilterra ed in Svizzera, approssimativamente a far tempo dal giugno 2009²⁷ (ovverosia, all'indomani dell'inizio della c.d. crisi internazionali dei mercati finanziari)²⁸, allorché alcuni istituti di credito c.d. “di rilevanza sistemica” (noti come *Global Systemically Important Banks* il cui acronimo è “G-SIBs”²⁹) hanno dovuto incrementare i loro livelli di

²⁷ Va però segnalato che il ricorso a “strumenti condizionati” per il risanamento delle imprese bancarie non è un'idea isolatamente partorita nel XXI secolo. Invero, nell'ordinamento bancario degli Stati Uniti tra il 1850 ed il 1933 (vale a dire, prima del *Banking Act* del 1933) si ammetteva il ricorso a titoli incorporanti una c.d. “*double liability*”. In caso di crisi la banca poteva legittimamente chiedere agli azionisti di versare a titolo di apporto a capitale un importo equivalente all'iniziale valore nominale delle azioni sottoscritte da ciascun socio. A titolo esemplificativo, un socio che avesse sottoscritto azioni per importo pari a \$ 500, in condizioni di difficoltà patrimoniali della banca avrebbe dovuto versare ulteriori \$ 500 al fine di sostenere il risanamento di quest'ultima. In particolare, questo tipo di azioni erano prevalentemente diffusi negli stati potenzialmente soggetti a crisi economiche dato che il fallimento di una banca era considerato un evento probabile, ovvero, in quelli in cui l'economia e le banche erano molto sviluppate posto che, in tal caso, il fallimento sarebbe stato molto costoso per l'intera collettività. Per maggiori approfondimenti a riguardo, si veda: R.S. GROSSMAN, *The evolution of double liability in american banking 1865-1930*, ottobre 2002, in *Explorations in Economic History*, p. 59 ss. Inoltre, in Regno Unito a cavallo tra il diciannovesimo ed il ventesimo secolo era invalso il ricorso al c.d. “*uncalled capital*”. Ovverosia, le società emettevano azione con un determinato valore nominale di cui solo per una parte veniva chiesto l'immediato versamento. In ragione della parziale liberazione, tali azioni incorporavano una “*contingent liability*” in forza della quale gli amministratori all'occorrenza poteva chiedere il versamento della parte non liberata. Tale sistema era finalizzato a incentivare i soci (e di riflesso gli amministratori) ad una maggiore avversione al rischio tenuto che, in ragione della parziale liberazione, in caso di crisi della società gli stessi soci sarebbero stati vincolati a fornire, fino a concorrenza della quota di partecipazione al capitale sottoscritta, nuove risorse finanziarie che sarebbero andate a beneficio quasi esclusivamente dei creditori *senior*. A tal proposito si veda: R.S. GROSSMAN – M. IMAI, *Contingent capital and bank risk taking among British banks before the First World War*, in *Economic History Review*, 2013, p. 132 ss.

²⁸ *Lloyds Banking Group* è stata la prima banca, nel novembre del 2009, ad emettere *CoCos* per ammontare complessivo pari a GBP 8.3 miliardi, in parte ascrivibili al patrimonio c.d. *Tier 1* e in parte al c.d. *Tier 2* con la denominazione *Enhanced Capital Notes* (cfr. *supra* nota n. 24). Nel marzo del 2014, atteso il mutato quadro normativo a seguito del recepimento degli accordi di Basilea III e i più stringenti requisiti richiesti per l'inclusione di strumenti finanziari nel patrimonio di vigilanza c.d. *Additional Tier 1*, *Lloyds Banking Group* ha posto in essere un'offerta pubblica di scambio che ha portato al parziale *buy back* delle vecchie *ECNs* con contestuale emissione di “*Fixed Rate Reset Additional Tier 1 Securities*” (sempre ascrivibili alla fattispecie degli strumenti *CoCos*) per ammontare complessivo pari ad USD 1,675 miliardi. Si segnalano inoltre le seguenti emissioni: nel marzo 2010 *Rabobank* ha emesso Euro 1.25 miliardi di *CoCo Bonds* con scadenza decennale e con clausola *write-down* al 75% del valore nominale che si attiva allorché il rapporto tra *Equity Capital* e attività ponderate per il rischio (c.d. *Risk-Weighted asset*) scenda sotto il 7%; nel febbraio 2011, *Credit Suisse* ha emesso USD 2 miliardi di c.d. *Buffer Capital Note* (cfr. *supra* nota n. 21) con scadenza trentennale e con clausola di conversione in capitale di rischio qualora il *Core Tier 1 ratio* scenda sotto la soglia del 7%. Per breve *excursus* circa le principali emissioni si rinvia a: J. DE SPIEGELEER – W. SCHOUTENS, *Multiple Trigger CoCos: Contingent Debt Without Death Spiral Risk*, in *Financial Markets, Institution & Instruments*, New York, 2013, p. 131; J. DE SPIEGELEER – W. SCHOUTENS, *Pricing Contingent Convertibles: A Derivatives Approach*, *Katholieke Universiteit Leuven*, 2011, disponibile al sito www.ssm.com, p. 10.

²⁹ I criteri per la definizione delle *Global Systemically Important Banks* sono stati formalmente precisati dal Comitato di Basilea con l'emanazione del documento “*Global systemically important banks: assessment methodology and the additional loss absorbency requirement Rules text*”, novembre 2011,

patrimonializzazione, in conformità alle riforme in tema di vigilanza prudenziale che si andavano delineando in ambito internazionale e nazionale.

I *CoCo Bonds* sono stati positivamente accolti dalle società emittenti in ragione degli intrinseci vantaggi che essi incorporano in termini di convenienza economica (ad esempio, in ragione delle deducibilità degli interessi corrisposti; c.d. *tax shield*)³⁰ nonché di rispondenza alla disciplina di patrimonializzazione³¹ ed hanno altresì fin da subito incontrato il *favor* delle autorità di vigilanza bancaria, atteso che, in presenza di condizioni di stress di mercato o di difficoltà patrimoniali idonee a minacciare la continuità o la sopravvivenza della società emittente, permettono di ridurre il livello di *leverage* scongiurando o limitando “l’obbligo” d’intervento pubblico da parte degli stati attraverso il c.d. *bail-out*.

A ciò si aggiunga, più in generale, che non è mancato un certo grado di interesse per lo strumento in esame da parte degli operatori finanziari, sia come emittenti che come investitori³², così come comprovato dal fatto che il valore complessivo dei *CoCos* emessi tra il 2009 ed il 2013 era almeno pari a circa \$ 76 miliardi³³ e che secondo gli analisti finanziari le prospettive di sviluppo di tale *asset class* sono molto promettenti³⁴.

successivamente aggiornato dal documento *Global systemically important banks: updated assessment methodology and the higher loss absorbency requirement*, luglio 2013, tutti disponibili al sito www.bis.com.

³⁰ Si veda *infra sub* Cap. 2, par. 2.

³¹ Si veda *infra sub* Cap. 2, par. 5.

³² Per approfondimenti in ordine al mercato dei titoli *CoCos*, si veda S. AVDJIEV – A. KARTASHEVA – B. BAGDANOVA, *CoCos: a primer*, cit., p. 49 ss., i quali precisano che “*the bulk of the demand for CoCos has come from retail investors and small private banks. Large institutional investors have been relatively timid so far. The main factors suppressing the growth of the investor base at the moment are the absence of complete and consistent credit ratings for most CoCos and the inherent tension between the objectives of issuers’ regulators and prospective buyers’ regulators*”. Inoltre, va segnalato che la CONSOB in data 22 dicembre 2014 ha pubblicato la Comunicazione n. 0097996/14 con la quale ha espressamente preso posizione in ordine all’allocazione degli strumenti *Contingent Capital Notes* nel mercato nazionale disponendo che gli stessi non devono essere consigliati né distribuiti in via diretta (nell’ambito di servizi esecutivi, assistiti o meno da quello di consulenza) alla clientela *retail* in quanto, attesa la novità di tali strumenti, possono presentare rischi sconosciuti per gli investitori non istituzionali. In tal senso, si veda anche ESMA, “*Potential Risks Associated with Investing in Contingent Convertible*”, Statement del 31 luglio 2014.

³³ A. FUERTES – L. ROMO, *Global funding trends on the capital markets in 2013*, in *Banco de España - economic bulletin*, febbraio 2014, disponibile al sito www.bde.es, p. 37. Il dato pare confermato anche da S. AVDJIEV – A. KARTASHEVA – B. BAGDANOVA, *CoCos: a primer*, cit., p. 50.

³⁴ J. GLOVER, *CoCo Market Seen Swelling to \$80 Billion on Banks’ Review*, 3 settembre 2014, disponibile al sito www.bloomberg.com. Si consideri inoltre che Bank of America Merrill Lynch a far tempo dal dicembre 2013 ha predisposto un indice che traccia le performance di un predefinito paniere di titoli *CoCos* che è divenuto operative dal settembre 2014: a tal riguardo, si veda J. GLOVER, *Bank of America Compiling Index for CoCo Bond Performance*, 9 gennaio 2014, disponibile al sito www.bloomberg.com.

3. Gli elementi tipizzanti la struttura dei *Contingent Capital Bonds* e gli obiettivi sottesi alla loro emissione

La poliedricità che caratterizza i *CoCo Bonds* (tenuto conto anche del rilevante numero di denominazioni con cui tali strumenti si presentano sul mercato) rende assai difficile l'individuazione di una loro predefinita "architettura" negoziale.

Parafrasando le parole di un autorevole Maestro si può affermare che i *Contingent Capital Bonds* siano qualificabili come "strumenti atipici dal contenuto atipico"³⁵ in quanto, da un lato, difettano di una loro tipizzazione normativa – sia di tipo primario che regolamentare – che ne permetta una chiara individuazione della fattispecie, dall'altro, non è possibile identificare una struttura operativa standardizzata che consenta di enucleare un loro contenuto negoziale tipico ed esclusivo.

Invero, la struttura dei *CoCos* è assai fluida ed è di volta in volta modellata, tenuto conto dei contesti patrimoniali, societari e di mercato in cui possono venire in uso, in funzione della miglior capacità di assorbimento delle perdite in tempi di crisi e della loro appetibilità sul mercato³⁶.

Ne discende che il processo epistemologico avente ad oggetto questo strumento non può muovere da categorie astratte (e d'altro canto non potrebbe essere diversamente), bensì deve principiare da un'analisi empirica degli strumenti *Contingent Capital* alla luce della pratica dei mercati e delle proposte della dottrina e solo in seguito si potrà tentare di addivenire ad una loro classificazione giuridico-normativa³⁷.

Ad ogni modo, per agevolare la comprensione del fenomeno dei *CoCo Bonds* pare opportuno, ancor prima di addentrarci ad esaminarne le sue variegate architetture, provare ad enucleare una serie di elementi che fungono da minimo comune denominatore e che di riflesso ne permettono il distinguo sul piano funzionale dagli altri strumenti finanziari.

In primo luogo, i *CoCo Bonds* devono incorporare essere un meccanismo di assorbimento delle perdite – vuoi nella forma della conversione in capitale di rischio, vuoi, mediante riduzione del valore nominale del titolo – che opera, a seconda del *trigger event*

³⁵ L'espressione originaria "titoli tipici dal contenuto atipico" fu coniata da G.B. PORTALE, *Tra «deregulation» e crisi del diritto azionario*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, Milano 1998, p. 374, con riferimento alle azioni di risparmio come ridisciplinate dall'allora novella del t.u.f.

³⁶ S. AVDJIEV – A. KARTASHEVA – B. BAGDANOVA, *CoCos: a primer*, cit., p. 44 osservano che "the structure of CoCos is shaped by their primary purpose as a readily available source of bank capital in times of crisis". A ciò si aggiunga che la ricapitalizzazione dell'emittente potrà in particolar modo intervenire: in forma diretta, mediante la falcidia del loro valore nominale o la loro conversione del debito *CoCos* in capitale di rischio; ovvero, in forma indiretta, prevedendo meccanismi che incentivano i soci della società emittente a dare corso tempestivamente ad un aumento del capitale.

³⁷ Si veda Cap. 3, parr. 2 e 2.

adottato, allorché l'emittente si trovi in stato di crisi patrimoniale o finanziaria ovvero nel momento in cui è conclamata l'insolvenza (c.d. *joint of insolvency*)³⁸.

In secondo luogo, il meccanismo di assorbimento delle perdite – di tipo oggettivo o discrezionale – deve attivarsi al verificarsi di un predeterminato evento (*i.e. trigger event*) che rifletta una condizione di stress patrimoniale o finanziario dell'emittente.

Infine, nel caso di *CoCo Bonds* con clausola di conversione in capitale di rischio, dovrà essere altresì puntualmente individuato – in modo espresso o *per relationem* – il tipo di rapporto di conversione che troverà in concreto applicazione al verificarsi del *trigger event*.

Alla luce di quanto testé sinteticamente delineato, risulta evidente come i *Contingent Capital Bonds*, in ragione della loro struttura bifasica, funzionale al risanamento dell'impresa, possano incidere in misura rilevante su una molteplicità di interessi e posizioni giuridiche riferibili agli investitori, ovvero, discendenti e correlate al “contratto sociale”.

Gli investitori, in quanto creditori, accettando il rischio di sopportare le eventuali perdite che dovessero occorrere alla società, temono che gli amministratori (quali esponenti della compagine di maggioranza) possano assumere maggiori rischi a scapito della loro posizione creditoria, soprattutto nei casi di *write-down CoCos*, sicché saranno incentivati a rafforzare la loro attività di *monitoring* al fine di scongiurare il verificarsi dell'evento attivatore.

Su diverso fronte, i soci possono invece essere grandemente pregiudicati allorché sia prevista la “trasformazione” del debito portato dai titoli *CoCos* in capitale di rischio, atteso che, in tal caso, a fronte della degradazione del diritto di credito dell'investitore i soci dell'emittente dovranno subire la diluizione dei loro diritti amministrativi e patrimoniali.

Da ultimo, ma non di minor importanza, l'emissione di titoli *CoCos* finisce per influire anche sulle scelte degli amministratori, atteso che dalle decisioni di ordine gestorio dipende, nella maggior parte dei casi, il verificarsi o meno dell'evento attivatore; circostanza che dalla prospettiva degli amministratori assume peraltro peculiare rilievo laddove abbia luogo la conversione dei *CoCos* in capitale di rischio con conseguente diluizione della compagine di controllo di cui gli stessi sono esponenti.

Sono proprio la versatile struttura dei *CoCo Bonds*, strumentale all'assorbimento delle perdite, e l'eterogeneità degli opposti interessi su cui gli stessi vanno ad incidere che permettono agli strumenti in discorso (a) di favorire, in ultima istanza, una gestione più prudente (*i.e.* tempestiva segnalazione del rischio di default; riduzione della propensione al rischio;

³⁸ Si noti che l'art. 52 del Regolamento UE n. 575/2013, c.d. CRR, in punto di elementi essenziali per l'allocazione di un determinato titolo tra tali “Strumenti aggiuntivi di classe 1” (c.d. AT1), impone che “*le disposizioni che governano gli strumenti prescrivano che, al verificarsi di un evento attivatore, l'importo del capitale degli strumenti sia ridotto a titolo permanente o temporaneo o che gli strumenti siano convertiti in strumenti del capitale primario*”.

contingentamento del *moral hazard*)³⁹, nonché (b) di garantire un rapido risanamento dell'emittente con conseguente limitazione dei rischi sistemici nella gestione delle crisi (*i.e.* immediata ricapitalizzazione dell'ente emittente; esclusione delle procedure di *bail-out*; contenimento del rischio di contagio nei mercati finanziari).

In siffatta prospettiva, si osserva che il rapporto tra struttura dei *CoCos*, da un lato, e obiettivi sottesi al loro utilizzo, dall'altro, si configura come un legame di stretta reciprocità tant'è che se l'assetto negoziale e finanziario dei *CoCos* deve essere impostato al fine di meglio raggiungere quegli obiettivi di cui si è testé detto; tuttavia, l'effettivo conseguimento degli stessi dipende in larga parte dalla loro struttura a monte la quale andrà quindi ben calibrata e ponderata, anche in relazione al tipo di emittente e al suo mercato di riferimento, poiché una errore in tal sede potrebbe rendere l'emissione dei *CoCos* non solo sterile bensì perfino pericolosa per le sorti della stessa emittente⁴⁰.

4. Tra *CoCo Bonds* Bancari e *CoCo Bonds* Ordinari

Sebbene gli strumenti *Contingent Capital* siano prevalentemente⁴¹ conosciuti ed utilizzati nell'ambito dell'ordinamento bancario si deve tuttavia rilevare che, ai fini del presente scritto, i *CoCo Bonds* verranno presi in considerazione indipendentemente dal fatto che siano o meno rispondenti ai requisiti indicati dalla disciplina di settore che ne consente la computabilità tra le voci del c.d. patrimonio di vigilanza quali “mezzi propri” della banca emittente.

In siffatta prospettiva e per chiarezza logico-espositiva è dunque necessario introdurre una prima ed importante classificazione.

³⁹ Cfr. J. HILSCHER – A. RAVIV, *Bank stability and market discipline: The effect of contingent capital on risk taking and default probability*, working paper, settembre 2012, disponibile al sito www.ssrn.com.

⁴⁰ Cfr. S. STRONGIN – A. HINDLIAN – S. LAWSON, *Ending “too big too fail”*, Goldman Sachs Global Market Institute, 2009, p. 1, secondo cui “*contingent capital could also be structured in ways that would make it ineffective or even dangerous. Standard regulatory capital ratios have proved to provide an inadequate early warning system for financial firms facing trouble. They would, therefore, be ineffective if used as part of a contingent capital regime. Additionally, conversion triggers that are based on market prices (rather than on comprehensive capital ratios) might actually exacerbate bank runs, rather than prevent them. So while the promise of contingent capital is great, it must be structured with tremendous care*”; C. PAZARBASIOGLU – J. ZHOU – V. LE LESLÉ – M. MOORE, *Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features*, in *International Monetary Found Discussion Note*, gennaio 2011, disponibile al sito <https://www.imf.org>, p. 5, in cui si rileva che “*contingent capital instruments are untested and need careful scrutiny in order to avoid potentially adverse effects on market dynamics*”.

⁴¹ S. AVDJIEV – A. KARTASHEVA – B. BAGDANOVA, *CoCos: a primer*, cit., p. 43, nota 3, rilevano anch'essi che “*our sample consists exclusively of CoCos issued by banks (ie it does not include those issued by insurance companies and other non bank financial institutions)*”.

Allorché la struttura negoziale dei *CoCo Bonds* non rispetti i requisiti per la loro computabilità nel patrimonio di vigilanza⁴², gli stessi potranno essere definiti come “*Contingent Capital Bonds Ordinari*” (ovvero, *CoCos* o *CoCo Bonds Ordinari*), sia nel caso in cui siano emessi da imprese bancarie (ipotesi certamente non vietata)⁴³, sia laddove vengano emessi da società che svolgono attività d’impresa di diversa natura. Viceversa, allorché gli strumenti in discorso siano emessi da un istituto di credito e rispondano ai requisiti per la loro inclusione nel patrimonio di vigilanza, gli stessi potranno essere definiti come “*Contingent Capital Bonds Bancari*” (ovvero, *CoCos* o *CoCo Bonds Bancari*).

5. La calibrazione del momento di intervento per il recupero dell’attività di impresa: *Going concern CoCos* e *Gone concern CoCos*

Gli strumenti in esame sono solitamente divisi in due categorie a seconda del momento in cui l’evento attivatore (*i.e. trigger event*) si verifica rispetto alle condizioni patrimoniali o finanziarie della società emittente.

Segnatamente, sono definiti *Going Concern* (ovvero, più semplicemente, “*Go-CoCos*”), i *CoCo Bonds* che, attraverso la loro conversione o riduzione del valore nominale già ai primordi della crisi, permettono l’immediato riequilibrio patrimoniale dell’emittente così sostenendo la continuità dell’attività d’impresa e parimenti scongiurando il *default* della stessa emittente. L’evento condizionante dei *Go-CoCos* viene quindi definito di tipo “*high trigger*” in quanto la conversione ha luogo nonostante persista un alto rapporto tra attivo e passivo, ovvero, qualora si faccia ricorso ad un *trigger event* basato sui corsi azionari della società emittente, nonostante il valore di mercato delle azioni sia lontano da soglie indicative di possibili “criticità”⁴⁴.

⁴² Circa i requisiti che devono essere rispettati per la ricomprensione degli strumenti *CoCos* nei “fondi propri” ai fini della vigilanza prudenziale si veda *infra sub* Cap. 2, par. 5.2.

⁴³ Come meglio si dirà *infra sub* Cap. 2, par. 10, un’ipotesi oggi conosciuta è quella degli strumenti di *bail-in* contrattuale ai sensi dell’art. 45, par. 13, Direttiva 2014/59/UE.

⁴⁴ C. PAZARBASIOGLU – J. ZHOU – V. LE LESLÉ – M. MOORE, *Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features*, cit., p. 9, i quali precisano che “*instruments with high-level triggers, i.e., set at capital levels well above distress thresholds, can be a useful tool for crisis prevention. Instruments with high triggers could help mitigate systemic risks by ensuring recapitalization well before a bank faces serious difficulties and a potential loss of broader market access. They would also provide strong encouragement to shareholders and bondholders to exercise market discipline, as they act earlier to reduce risk taking and improve management and align governance with the long term sustainability of the bank*”. Alcune agenzie di rating hanno evidenziato che l’emissione di *high trigger CoCos*, se associata ad una clausola *write-down*, potrebbe portare ad una inversione della gerarchia nell’assorbimento delle passività, atteso che i titolari di *CoCos* sarebbero chiamati a sopportare le perdite prima degli azionisti ed in maniera più spiccata rispetto a questi ultimi in quanto non avranno titolo per beneficiare dell’eventuale risanamento dell’emittente, cfr. S. AVDJIEV – A. KARTASHEVA – B.

Viceversa, sono ascrivibili alla categoria dei *Gone Concern* quei *CoCo Bonds* che assorbono le perdite allorché la continuità dell'impresa sia già pregiudicata, ovvero quando il fallimento dell'emittente sia virtualmente inevitabile⁴⁵. Ne discende che la loro conversione in capitale o la riduzione del loro valore nominale risulti funzionale all'ordinata risoluzione dell'ente andando, di fatto, ad elidere *sic et simpliciter* una quota del passivo (nel caso di *conversion into equity CoCos*, anche diluendo i diritti dei soci) per agevolare la liquidazione o la fusione dell'ente, oppure, la cessione della relativa azienda⁴⁶. In questa ipotesi l'evento condizionante è quindi di tipo c.d. "*low trigger*" in quanto la conversione opererà quando il rapporto tra attivo e passivo riflette uno stato di probabile e/o imminente insolvenza, oppure, se del caso, quando il valore di mercato delle azioni sia inferiore ad una determinata soglia,

BAGDANOVA, *CoCos: a primer, cit.*, p. 50. In particolare, si evidenzia che per Moody's nel caso di *CoCos* Bancari si rientra nell'ipotesi di *high trigger* allorché il trigger event sia maggiore della soglia minima del 5,125% previsto dall'art. 52 del CCR. Cfr. MOODY'S, *Rating Methodology: Global Banks*, 16 luglio 2014, disponibile al sito www.moodys.com, secondo cui "*to determine whether a security has a high trigger, we generally use Basel III's threshold for regulatory capital treatment of Common Equity Tier 1 (CET1) to risk-weighted assets less than 5.125% as the cut-off point. Any trigger above this level is generally considered to be a high trigger for rating purposes. Discretion may be applied in limited cases, on a system-by-system basis, to set the point of non-viability at a level above or below 5.125%*". Sul punto si ritornerà *infra sub* Cap. 2, par. 5.2.2.3.

⁴⁵ G. M. VON FURSTENBERG, in *Mega-Banks' Self-Insurance with Cocos: a work in progress*, Hong Kong Institute for Monetary Research, 2012, disponibile al sito www.ssrn.com, p. 3, il quale descrive l'operatività dei *Gone Concern CoCos*, "*such debt is triggered too late to help financial institution survive*". Lo stesso Autore prosegue, proponendo una chiara metafora, mutuandola dal contesto medico, per descrivere la differenza fra i due tipi di *CoCos* in discorso: "*the triggering of go-cocos sends financial institutions to the rehad and wellness clinic, while goner-cocos confine them to hospice care when triggered*".

⁴⁶ C. PAZARBASIOGLU – J. ZHOU – V. LE LESLÉ – M. MOORE, *Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features, cit.*, p. 10, secondo cui "*instruments with low-level triggers can be useful tools for orderly resolution. In this case, the trigger would be set at the point of nonviability as a way to ensure private sector involvement in the bank restructuring process*". Non paiono condividere il tipo di classificazione proposta J. DE SPIEGELEER – W. SCHOUTENS, *Multiple Trigger CoCos: Contingent Debt Without Death Spiral Risk, cit.*, p. 129, secondo cui "*to make matters worse, contingent convertibles are often confused with the concept of bail-in capital. Bail-in capital is very different from contingent debt. CoCos are a going concern solution. Contingent debt reinforces the balance sheet of the bank while keeping its day to day operations unchanged. Bail-in and Gone Concern CoCos bonds on the other hand, are a gone-concern concept. Here losses are imposed on the bond holders when the bank has effectively collapsed. Hybrid debt such as additional Tier 1 clearly failed in 2008 and was unable to absorb sufficient losses. CoCos are supposed to do the job they were designed for keep banks away from insolvency. Conceptually, these instruments are truly loss absorbing since they impose a loss on their holders if the issuing banks threaten to enter a state of non-viability*". Si veda inoltre N. CHEN – P. GLASSERMAN – B. NOURI – M. PELGER, *Contingent Capital, Tail Risk and Debt-Induced Collapse*, 2013, disponibile al sito www.ssrn.com, p. 2, i quali distinguono tra strumenti *Contingent Convertibles* e *bail-in debt*, seppure in una accezione che in definitiva non pare essere troppo diversa rispetto a quella qui esposta: "*Contingent convertibles (CoCos) and bail-in debt are the two main examples of contingent capital. Both are debt that convert to equity under adverse conditions. CoCos provide "going concern" contingent capital, meaning that they are designed to convert well before a bank would otherwise default. Bail-in debt is "gone-concern" contingent capital and converts when the bank is no longer viable, wiping out the original shareholders and transferring ownership to the bailed-in creditors*".

astrattamente indicativa di una condizione di particolare criticità patrimoniale e/o finanziaria dell'emittente⁴⁷.

I *Going Concern CoCos*, permettendo alla società di ridurre il proprio *leverage* al primo conclamarsi della crisi, favoriscono la continuità dell'impresa ed evitano il deterioramento delle condizioni patrimoniali cosicché, sotto il profilo strettamente economico, permettono il risanamento dell'impresa senza l'apporto di finanza esterna da parte di soggetti terzi (leggasi, per quanto riguarda le banche, senza l'intervento dello stato). Tenuto conto della maggior probabilità che si verifichi il *trigger event* in ragione dell'*high trigger* incorporato, i *Going Concern CoCos* riconoscono all'investitore un interesse più alto rispetto a quello che, a parità di condizioni, verrebbe accordato per i *Gone Concern CoCos*, posto che questi ultimi (essendo correlati all'eventuale insolvenza) hanno minor probabilità di attivarsi rispetto ai primi (correlati invece ad un evento di crisi non irreversibile)⁴⁸.

Ciò posto, va tuttavia rilevato che la perimetrazione tra i due tipi di *CoCos* in discorso di fatto risulti assai fluida ed in parte sovrapponibile.

Invero, al lato pratico, anche l'emissione di *Gone Concern CoCos* potrebbe essere astrattamente idonea a permettere la continuità (*recte*, la ripresa) dell'attività d'impresa laddove vengano emessi in misura così rilevante che la loro conversione o svalutazione in un'unica soluzione possa permettere all'emittente di risultare ben capitalizzata ed immune dal rischio di risoluzione o di insolvenza⁴⁹; viceversa, l'emissione di *Going Concern CoCos* con *high trigger*

⁴⁷ G. M. VON FURSTENBERG, in *Mega-Banks' Self-Insurance with Cocos: a work in progress*, cit., p. 3, prova ad individuare nell'ambito della disciplina di vigilanza bancaria la differenza tra *low-trigger* e *high-trigger* in base ad una maggiore o minore vicinanza dell'evento attivatore rispetto ai livelli minimi di patrimonializzazione richiesti dagli accordi di Basilea III: "*Low-tier cocos are commonly defined as triggering when the core capital percentage CET1/RWA is close to its unconditional minimum. Under Basel III, the minimum that must be maintained from the start of 2015 on is 4.5% of RWA (BCBS, 2010b, p, 28), so that a 5% trigger would be classified as low-tier. An issue with a trigger of no less than 7%, would be classified as high-trigger cocos. That percentage is equal to 4.5% plus the full conservation buffer of 2.5% of RWA that is to consist of additional CET1 and required from 2019 on (BCBS, 2010b, p. 55). The use of yet higher triggers, up to 10%, may well be advisable in countries like Switzerland whose international banks are particularly large in relation to fiscal capacity. Switzerland already has chosen 5.5%, rather than 2.5%, as the conservation buffer for its two largest banks*".

⁴⁸ AA.VV., *Report to Congress on Study of a Contingent Capital Requirement for Certain Nonbank Financial Companies and Bank Holding Companies*, Financial Stability Oversight Council, luglio 2012, p. 11, secondo cui "*while a high trigger may be less likely to signal problems, a low trigger may be activated at a point at which it is difficult for a financial company to recover from problems associated with financial distress, such as a liquidity run. In addition, an early intervention trigger could be a useful supervisory tool to maintain the capital strength of the issuer, while a later intervention trigger could be potentially useful in avoiding resolution of a firm*".

⁴⁹ In tal senso milita la disciplina regolamentare svizzera la quale impone alle banche nazionali di rilevanza sistemica l'emissione di *Gone CoCos* con *trigger event* al 5% del *Risk Weighted Asset* (anche, RWA) per un ammontare complessivo pari al 6% del RWA. Pertanto, qualora tali *CoCo Bonds* dovessero contestualmente convertirsi in capitale sociale (o svalutarsi) si passerebbe dal 5% del RWA all'11%, così permettendo all'emittente di risultare ben capitalizzato. Sul punto, cfr.: FINMA (Autorità federale di

per ammontare limitato rispetto alla potenziale situazione di stress in cui si potrebbe venire a trovare la società potrebbe invece risultare inadatta a permettere la continuità dell'attività d'impresa, sicché, di fatto, finirebbero per operare come strumenti *Gone Concern CoCos*.

Ad ogni modo, si osserva che il tipo di tassonomia in parola ha una portata prevalentemente dogmatica in quanto individua due sub-tipologie di *Contingent Capital Bonds* muovendo dall'assunto che, a seconda della soglia di *trigger event* adottata, sia possibile valutare l'idoneità o meno dello strumento a favorire la continuità dell'impresa piuttosto che a fungere da mezzo per l'ordinata risoluzione dell'ente. Tuttavia, la difficoltà di una analisi prognostica in tal senso e la genericità dei criteri utilizzati per tale classificazione rende assai arduo al lato pratico (se non impossibile) riuscire a ricondurre in base ad una valutazione *ex ante* un determinato tipo di *CoCo Bond* ad una categoria piuttosto che all'altra⁵⁰.

6. Il meccanismo di assorbimento delle perdite (c.d. *loss absorption mechanism*)

L'obiettivo di riequilibrare la situazione patrimoniale della società al verificarsi del *trigger event* può essere conseguita (a) mediante la conversione del debito rappresentato dai titoli *CoCos* in capitale di rischio (da cui, i c.d. "*Conversion into Equity CoCos*"), ovvero, (b) attraverso la semplice riduzione del valore nominale del titolo (da cui, "*write-down CoCos*"). Il meccanismo di assorbimento delle perdite costituisce, assieme al *trigger event*, uno degli elementi essenziali e caratterizzanti i *CoCos*⁵¹.

A fronte dell'attivazione del meccanismo di assorbimento delle perdite avrà luogo una diminuzione dell'indebitamento dell'ente verso terzi (*i.e.* i *CoCos holders*) per importo equivalente a quello oggetto di conversione o svalutazione e, a parità di attivo, si verificherà un corrispondente aumento del netto patrimoniale (ovvero, in ipotesi di rilevanti passività oltre il capitale sociale, una diminuzione del disavanzo negativo) così permettendo – sul piano contabile – la ricapitalizzazione formale dell'ente, in funzione del risanamento o dell'ordinata risoluzione dello stesso, nel momento in cui ve ne è più bisogno⁵².

vigilanza sui mercati finanziari), *Addressing "Too Big To Fail" – The Swiss SIFI Policy*, 23 giugno 2011, p. 11, disponibile al sito www.finma.ch.

⁵⁰ Le dottrine economiche propongono la suddivisione tra *Going CoCos* e *Go CoCos* sull'assunto che l'individuazione di un *high trigger* o di un *low trigger* sarebbe determinante per valutare il rischio di subire perdite gravante sull'investitore nonché, conseguentemente, per definire il prezzo dello strumento ed il correlato rating da attribuire in sede di emissione.

⁵¹ Cfr. S. AVDJIEV – A. KARTASHEVA – B. BAGDANOVA, *CoCos: a primer*, cit., p. 44.

⁵² W. DUDLEY, "*Some Lessons from the Crisis*" - Remarks at the Institute of International Bankers Membership Luncheon, New York City, 13 ottobre 2009, p. 6, il quale rileva che "*relative to simply raising capital requirements, contingent capital has the potential to be more efficient because the capital arrives as equity only in the bad states of the world when it is needed*".

I due meccanismi di “*loss absorption*” testé delineati, per quanto alternativi⁵³, non sono tra loro neutri sotto il profilo degli effetti, atteso che, come è facilmente intuibile, l’adozione di uno piuttosto che dell’altro si riverbera diversamente sulla struttura patrimoniale della società emittente e, al contempo, si ripercuotono in misura diversa sulle posizioni giuridiche e sugli interessi economici sia degli investitori sia dei soci della società emittente⁵⁴.

Pertanto, la clausola di assorbimento delle perdite costituisce uno dei punti nevralgici del rapporto negoziale *Contingent Capital* dalla cui scelta e calibrazione dipendono: a) il potenziale pregiudizio che i soci possono subire dall’eventuale attivazione dello stesso; b) l’intensità del rischio di sopportare perdite assunto dall’investitore; c) la capacità dello strumento a fungere da elemento di contrasto al *risk bearing* e al *moral hazard*.

Volendo profilare – in estrema sintesi – gli effetti discendenti da ciascuno dei meccanismi di assorbimento delle perdite in discorso, si osserva che nel caso di clausola *write down* l’investitore subirà una perdita “secca” del proprio diritto di credito senza ottenere alcuna contropartita mentre, di riflesso, il socio dell’emittente beneficerà di un incremento del valore reale della propria partecipazione generato dalla minore esposizione debitoria in capo a quest’ultima.

In ipotesi di conversione del debito *CoCos* in capitale sociale dell’emittente, il *CoCos holder* diventerà socio dell’emittente, ovverosia, titolare di titoli partecipativi⁵⁵ che gli permettono di incidere – quantomeno indirettamente – sulle scelte sociali e che, se vorrà, potrà successivamente vendere per recuperare in tutto o in parte il proprio investimento; su diverso fronte, i soci dell’emittente dovranno invece sopportare la diluzioni dei loro diritti partecipativi alla società⁵⁶.

⁵³ Si osserva che in via ipotetica nulla esclude che un *CoCo Bonds* possa prevedere un doppio *trigger* ricollegando a ciascuno di essi un diverso meccanismo di assorbimento delle perdite. Per esempio, al verificarsi del primo (magari di tipo *high trigger*) potrebbe avere luogo una parziale riduzione del valore nominale del titolo (da 100 a 70) ed al verificarsi del secondo (verosimilmente di tipo *low trigger*) si potrebbe procedere alla conversione del debito in *equity*.

⁵⁴ In particolare, C. PAZARBASIOGLU – J. ZHOU – V. LE LESLÉ – M. MOORE, *Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features*, cit., p. 12, rilevano che la domanda e il prezzo dei titoli *CoCos* dipende anche dal concorrere di ulteriori fattori: “*The pricing of and the demand for contingent capital instruments will depend on conversion triggers, types of conversion, and conversion rates. The level of the trigger determines the conversion risk; therefore, for a given conversion rate, the cost of issuing an instrument with a low trigger should be cheaper than one with a high trigger. Conservative and traditional real-money investors (whose investment horizon is longer-term) are more likely to be drawn to instruments with a lower probability of conversion (and loss sharing) and more dynamic/speculative investors (with higher risk returns investment strategies), and should be more willing to consider high-level trigger CoCos (with greater loss risk)*”.

⁵⁵ Le azioni assegnate in sede di concambio potranno essere sia di tipo ordinario sia categoria speciali di azioni, già costituite sia di neo costituzione.

⁵⁶ Tale differenza, oltre a rilevare sul piano giuridico, non è passata inosservata agli operatori del mercato. I *CoCos* con clausola *write-down* erano inizialmente meno diffusi in ragione del fatto che gli investitori erano attratti dall’effetto compensativo eventualmente generato dalla clausola di conversione, tuttavia,

Il mercato allo stato dei fatti ha conosciuto e conosce quasi esclusivamente emissione di titoli *Contingent Capital* con assorbimento obbligatorio (c.d. *mandatory*) delle perdite al verificarsi del *trigger event*, in ragione del fatto che i *CoCo Bonds* oggi in circolazione sono stati emessi quasi esclusivamente da banche le quali, in conformità alle disposizioni in tema di vigilanza prudenziale, per poter collocare gli strumenti in parola tra i c.d. fondi propri del patrimonio di vigilanza devono tassativamente prevedere l'automatico ed obbligatorio assorbimento delle perdite⁵⁷. Tuttavia, per quanto si appalesi come una ipotesi ad oggi del tutto teorica, al di fuori dell'ambito testé citato, non si può escludere che il *trigger event* possa configurare come una condizione che facoltizzi (e non obblighi) l'esercizio del *loss absorption mechanism*⁵⁸.

Da un punto di vista sistematico, occorre interrogarsi sul criterio per la determinazione dell'ammontare minimo di strumenti *CoCos* da emettere per meglio garantire l'effettiva capacità di risanamento dell'emittente. In argomento, sono riscontrabili numerosi⁵⁹ e contrastanti orientamenti, tuttavia, pare possibile affermare che considerazioni a tal riguardo

proprio la potenziale assegnazione di azioni è risultato un ostacolo alla diffusione dei *CoCos* verso quegli investitori istituzionali che non hanno il mandato a detenere azioni ovvero obbligazioni convertibili in azioni, sicché nel corso del 2013 si è avuta una evidente inversione di tendenza e l'interesse degli investitori istituzionali si è indirizzato verso i *write-down CoCos*. In tal senso, di veda J. DE SPIEGELEER – W. SCHOUTENS, *CoCo Bond with Extension Risk*, 2014, disponibile al sito www.ssrn.com, p. 14, laddove è proposta una tabella riepilogativa del trend tra emissione nel mercato europeo di *write-down CoCos* e *conversion into equity CoCos* dal dicembre 2009 al settembre 2013. A tale ultima data, l'ammontare dei *write-down CoCos* era pari a quasi USD 25 miliardi, mentre il valore dei *Conversion into equity CoCos* si era fermato a circa USD 18 miliardi. Cfr. altresì S. AVDJIEV – A. KARTASHEVA – B. BAGDANOVA, *CoCos: a primer*, cit., p. 52, laddove si esplicitano i diversi tassi d'interesse applicati per gli strumenti *write-down CoCos* e per i *conversion into equity CoCos*.

⁵⁷ C. PAZARBASIOGLU – J. ZHOU – V. LE LESLÉ – M. MOORE, *Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features*, cit., p. 8, “the conversion of contingent capital instruments is automatic upon the activation of the predetermined conversion trigger, but the conversion of existing hybrids is largely at the discretion of banks, unless regulatory capital ratios are breached. During the recent crisis, most hybrid capital instruments did not absorb losses as they were designed to do. This was partly due to banks’ reluctance to send negative signals to the markets and partly due to regulatory forbearance, overestimated capital ratios and/or capital injections from the governments, which prevented the breach of regulatory ratios”. Per approfondimenti sul punto, si veda Cap. 2, par. 5.2.

⁵⁸ Laddove il rispetto o meno della disciplina di vigilanza prudenziale non influenza le scelte operative (ad esempio, *CoCo Bonds* Ordinari), nulla esclude che possa sussistere un preciso interesse di una società ad emettere strumenti *Contingent Capital* con facoltà di procedere o meno all'uso del meccanismo di assorbimento delle perdite al verificarsi dell'evento attivatore.

⁵⁹ Tra i tanti, si vedano: T. HUERTAS, “*Too Big to Fail, Too Complex to Contemplate: What to Do about Systemically Important Firms*”, paper presentato al Financial Markets Group, London School of Economics, 15 settembre 2009, p. 5, secondo cui l'ammontare dei *CoCos* dovrebbe essere pari ad un specifica proporzione delle attività ponderate per il rischio; S. STRONGIN – A. HINDLIAN – S. LAWSON, *Ending “too big too fail”*, cit., p. 6, i quali ritengono che l'ammontare minimo dei *CoCo Bonds* debba essere almeno pari al 6% delle attività ponderate per il rischio in quanto secondo alcune valutazioni tale ammontare sarebbe stato sufficiente ad evitare l'intervento governativo nel corso dell'ultima crisi; R. RAJAN, *More Capital Will Not Stop the Next Crisis*, in *Financial Times*, 1 ottobre 2009, ad avviso del quale l'ammontare dei *CoCos* deve essere pari all'ammontare del capitale sociale affinché, a seguito dell'attivazione del *trigger event*, si possa avere luogo l'intera diluizione dei diritti dei precedenti azionisti.

debbano essere diversamente sviluppate a seconda che si tratti di *high trigger CoCos* (ovvero, *Going Concern CoCos*) oppure di *low trigger CoCos* (vale a dire, *Gone Concern CoCos*).

Nel primo caso, posto che una delle principali finalità di tale tipo di *CoCo Bonds* è quella di agevolare la continuità dell'impresa e di prevenire il panico tra i creditori dell'emittente dissuadendoli dall'idea di non rifinanziarla più, sarebbe opportuno che l'ammontare degli strumenti in questione fosse almeno pari all'esposizione media a breve termine (3-6 mesi) di modo che a seguito del verificarsi dell'evento attivatore risulti garantita una quota di attivo a copertura di tali passività, così superandosi qualunque tipo di diffidenza da parte dei creditori⁶⁰ in ordine alla solvibilità dell'emittente.

Nella seconda ipotesi, l'ammontare dei titoli *CoCos* dovrebbe essere in tesi pari all'intero valore delle passività *senior* chirografarie (c.d. *unsecured debt*)⁶¹ affinché, in caso di *default* dell'emittente (soprattutto, se si tratta di una banca), si possa procedere ad un rapida liquidazione dell'ente (anche mediante fusione o cessione dell'azienda) con l'integrale soddisfacimento di tale classe di creditori.

Ciò posto, è necessario valutare se sia preferibile ad un criterio proporzionale di assorbimento delle perdite mediante una molteplicità di *trigger events*, ovvero, se sia più opportuno prevedere la conversione o la svalutazione di ciascuna emissione in un'unica soluzione al verificarsi di un singolo *trigger event*⁶².

Parte della letteratura economica sostiene – con particolare riguardo ai *conversion into equity CoCos* – l'adozione del sistema proporzionale sull'assunto che il mercato (ovviamente in caso di azione quotate) sarebbe in grado di anticipare ciascun incremento del capitale sociale sicché la conversione risulterebbe meno drammatica rispetto all'ipotesi in cui la stessa operasse in un'unica soluzione⁶³.

⁶⁰ Cfr. COFFEE J.C. JR., *Systemic risk after Dodd-Frank: Contingent capital and the need for regulatory strategies beyond oversight*, cit., p. 833.

⁶¹ Nel caso degli enti di credito tale classe di creditori è assai composita e, in particolare, è costituita dai correntisti (i quali sono altresì assistiti dalla garanzia del fondo interbancario), dagli obbligazionisti ordinari, dai fornitori di prestazioni di servizi, ecc...

⁶² In particolare, il quesito è da porsi in relazione a ciascuna emissione e non con riferimento all'intero ammontare degli strumenti *CoCos* emessi, fermo restando che vi possono essere più emissioni che prevedono il medesimo *trigger event*.

⁶³ COFFEE J.C. JR., *ult. op. cit.*, p. 830, secondo cui "To reduce market shock, an incremental design might hypothetically convert 25% of the bonds on a 25% stock price decline from the stock price on the date of the bonds' issuance; another 25% might convert on a further 25% decline; and the balance would convert if the stock price fell 75% (or more) from the original price. Because the market's anticipatory reaction to each incremental conversion will be less dramatic than to the approach of a single 100% conversion, the prospect of a political nullification (such as by means of a regulatory waiver, legislative relief, or even shareholder amendment of the issuer's certificate of incorporation) seems less likely". In nota, lo stesso Autore propone il seguente esempio: "to illustrate the impact of such a conversion, assume that a financial institution has 100 million shares of common stock outstanding, which have long been trading at \$100 per share (for a total market equity capitalization of \$10 billion). It also has issued \$6 billion in contingent capital debt. Under financial stress, its stock price now declines to \$75 per share (or

Al contrario, altra dottrina⁶⁴ – talvolta in modo non esplicito – ritiene che l’assorbimento delle perdite dovrebbe operarsi in un’unica soluzione al verificarsi del *trigger event* al fine di costituire, per quanto possibile, un “cuscinetto patrimoniale” ragguardevole che permetta allo stesso emittente di ripresentarsi sul mercato un rilevante *surplus* di attivo.

Quest’ultimo approccio risulta essere condivisibile in ragione del fatto che il verificarsi dell’evento attivatore dovrebbe comportare l’immediato riequilibrio della situazione finanziaria della società emittente permettendone altresì il rafforzamento delle condizioni patrimoniali anche in termini prospettici.

Si osserva infatti che a seguito del verificarsi del *trigger event* la società emittente conclama al mercato la sua condizione di difficoltà patrimoniale e/o finanziaria, eventualmente in precedenza ignorata dai più; pertanto, è verosimile che, nonostante l’assorbimento delle perdite posto in essere mediante i *CoCo Bonds*, qualora la società provasse a rifinanziarsi sul mercato potrebbe scontare un alto grado di diffidenza da parte dei terzi investitori con la conseguenza o di non riuscire a raccogliere sufficiente liquidità o di ottenerla a tassi d’interessi assai elevati.

Per limitare o scongiurare tale “effetto boomerang” generato dal verificarsi dell’evento attivatore, dovrebbe quindi prevedersi l’immediata conversione o svalutazione, in un’unica soluzione, di una rilevante quota di *contingent capital* di modo che abbia luogo, non un semplice riequilibrio nel breve termine della situazione patrimoniale, bensì un vero e proprio rafforzamento di quest’ultima attraverso la creazione di un elevato surplus di attivo.

In siffatta prospettiva, i nuovi finanziatori (siano essi *senior bondholders* oppure nuovi titolari di *CoCos*) beneficerebbero quindi di un patrimonio netto della società maggiormente stabile e, di conseguenza, quest’ultima potrà verosimilmente rifinanziarsi ad un tasso di interessi meno oneroso.

In definitiva, per le ragioni testé esposte, è quindi importante che gli strumenti *CoCos* operino non solo in funzione di una stabilizzazione nel breve termine, permettendo il riequilibrio della situazione patrimoniale, ma la loro utilità è maggiore se riescono a limitare le

below) for a period sufficient to trigger conversion. As a result, \$2 billion of these bonds (which could be selected by lot, just as in the case of a bond sinking fund) would convert into 20 million shares of preferred stock, \$100 par value. This would be a significant, but not yet dominant, voting block. On a further decline in the financial institution’s share price to \$50 per share or below, another 20 million shares of this preferred would be issued, with the balance of the contingent debt converting if the stock price fell to \$25 or below. Nothing would prevent the financial institution from selling additional common stock if it wishes to change the ratio between the preferred and common stock outstanding”.

⁶⁴ SQUAM LAKE WORKING GROUP, *An Expedited resolution mechanism for distressed financial firms: Regulatory hybrid securities*, cit., p. 4; W. DUDLEY, “Some Lessons from the Crisis” - Remarks at the Institute of International Bankers Membership Luncheon, New York City, 13 ottobre 2009, p. 6; D. DUFFIE, *Contractual Methods for Out-of-Court Restructuring of Systemically Important Financial Institutions*, Submission Requested by U.S. Treasury Working Group on Bank Capital, 2009, *passim*.

esternalità negative che l'emittente potrebbe essere chiamata a sopportare in caso di ritorno sul mercato.

Infine, merita di essere evidenziato che ai titolari di strumenti *CoCos*, nei termini fin qui illustrati, sarà richiesto di sopportare un rischio illimitato quanto alla perdita del valore dell'investimento (subendo la conversione del titolo o la riduzione del valore nominale dello stesso); ciò nondimeno, la loro aspettativa di profitto non potrà andare oltre agli interessi convenzionalmente riconosciuti anche qualora l'andamento della società sia estremamente positivo. Ha quindi luogo una antinomia tra i rischi che lo stesso è chiamato a sopportare e le potenzialità di profitto dell'investimento.

Per supplire a tale tensione, si è quindi suggerita l'emissione di strumenti *Contingent Capital* denominati "*Contingent Conversion Convertible Bonds*" (ovvero, *CoCoCo*), i quali, per meglio tutelare gli interessi dei relativi investitori e per renderne più appetibile la sottoscrizione, oltre ad incorporare gli elementi tipici previsti per l'assorbimento delle perdite in caso di stress patrimoniale dell'emittente, riconoscono al portatore la possibilità di convertire in ogni momento il titolo in parola in azioni, al pari di quanto previsto per le "tradizionali" obbligazioni convertibili⁶⁵.

6.1. L'assorbimento delle perdite mediante conversione dei *CoCo Bonds* in capitale di rischio (c.d. *conversion into equity CoCos*)

L'assorbimento delle perdite mediante la conversione degli strumenti *Contingent Capital* in capitale di rischio opera attraverso la sostituzione dei titoli *CoCos* (incorporanti un diritto di credito verso l'emittente) con titoli rappresentativi del capitale di rischio della stessa

⁶⁵ Per maggiori approfondimenti, si veda DI GIROLAMO F., CAMPOLONGO F., DE SPIEGELEER J., SCHOUTENS W., *Contingent Conversione Convertible Bond: New avenue to raise Bank capital*, 2012, disponibile al sito www.ssrn.com. Ancorché l'emissione di strumenti *CoCoCo* possa risultare assai allettante per le società (in quanto potrebbero verosimilmente accordare un tasso d'interesse più basso) e per gli investitori (i quali potrebbero lucrare un maggior profitto in caso di andamento positivo della società), va rilevato che la conversione di tutti i titoli in un periodo di forte crescita economica potrebbe esporre la società a privarsi di un "cuscinetto difensivo" in caso di improvvisa crisi. Da un punto di vista della prassi di mercato, si segnala che l'emissione di strumenti di patrimonializzazione assimilabili al modello *CoCoCo* è stata posta in essere da *Bank of Cyprus* nell'aprile 2011 con la denominazione *Convertible Enhanced Capital Securities* (anche "CECS"). Nell'ambito di un vasto piano di ricapitalizzazione deliberato il 20 marzo 2012, tali titoli sono stati successivamente oggetto di una offerta pubblica di scambio da parte della stessa banca attraverso l'emissione dei *Mandatory Notes* (anche "MCNs"). Per maggiori informazioni in merito ai titoli CECS si veda: T. WHITTAKER, *Bank of Cyprus CoCoCo exchange offer arouses curiosity*, 11 maggio 2011, disponibile al sito <http://www.risk.net>. Per maggiori dettagli in merito all'offerta pubblica di scambio si veda il comunicato stampa di *Bank of Cyprus* del 20 marzo 2012, *Significant Capital Strengthening of Bank of Cyprus*, disponibile al sito: <http://www.bankofcyprus.com>.

società (*scilicet*, azioni)⁶⁶, in termini non dissimili da quanto si verifica nel caso di obbligazioni convertibili.

Da un punto di vista contabile, si procede quindi al *deleverage* della società emittente, al verificarsi del *trigger event*, attraverso l'eliminazione delle poste passive relative al debito nei confronti dei titolari di strumenti *CoCos*, con contestuale incremento del capitale sociale per ammontare pari al valore delle nuove azioni assegnate a questi ultimi sulla base del rapporto di conversione convenuto, fermo restando, nei termini di cui *infra*, l'eventuale copertura di perdite nell'ipotesi di patrimonio netto negativo.

I *CoCo Bonds* si sono presentati sul mercato con clausola di conversione, soprattutto nei casi in cui le azioni dell'emittente erano quotate, suscitando grande interesse da parte degli investitori in ragione del fatto che, a differenza di quanto previsto nei *write-down CoCos* (ove il titolare dello strumento *CoCo Bond* subisce una perdita secca del valore nominale del titolo senza ottenere alcuna contropartita), la ricezione in sede di conversione di titoli rappresentativi di capitale permette di compensare, quantomeno in parte, la perdita che l'investitore subisce dal venir meno degli originari titoli obbligazionari⁶⁷.

A tale ultimo riguardo, va osservato che l'evento conversione opera uno scambio non tra "numeri di titoli" ma tra un numero di titoli aventi ciascun un determinato valore nominale, sicché può avere luogo, a seconda del rapporto di conversione adottato, un trasferimento di ricchezza dai titolari di strumenti *CoCos* ai soci, ovvero, da questi ultimi ai primi⁶⁸. Pertanto, un'erronea ponderazione della struttura della conversione può favorire, a seconda dei casi, condotte opportunistiche da parte dei soci o degli investitori volte a far "scattare" l'evento attivatore⁶⁹.

In particolare, gli effetti sull'organizzazione sociale derivanti dalla conversione dipenderanno dal concorso seguenti elementi: a) dall'ammontare degli strumenti *CoCos* emessi

⁶⁶ Come per le obbligazioni convertibili anche per gli strumenti *Contingent Capital* nulla esclude che in sede di conversione vengano assegnate categorie speciali di azioni, ovvero, azioni di una diversa società rispetto all'emittente. Per esempio, una controllata emette le obbligazioni *CoCos* ma la conversione opera mediante assegnazione di azioni della controllante o della capogruppo. Tuttavia, in tal caso, l'evento attivatore dovrà riferirsi all'andamento economico della capogruppo o del gruppo e non della controllata e, se del caso, il rapporto di conversione dovrà essere definito in base al valore delle azioni della controllante.

⁶⁷ Per un breve inquadramento dell'evento conversione dal punto di vista dell'analisi economica si veda J. DE SPIEGELEER – W. SCHOUTENS, *Multiple Trigger CoCos: Contingent Debt Without Death Spiral Risk*, cit., p. 133 ss. Per un'analisi comparativa tra i tassi di interessi medi praticati sul mercato primario per i *conversion into equity CoCos* a seconda del trigger event adottato, cfr. S. AVDJIEV – A. KARTASHEVA – B. BAGDANOVA, *CoCos: a primer*, cit., p. 51.

⁶⁸ M. FLANNERY, *Contingent Capital Instrument for Large Financial Institutions: A Review of the Literature*, 2013, disponibile al sito www.ssrn.com, p. 9, pone in evidenza che "A [CoCo] price below the share's contemporaneous market value transfers wealth from the initial shareholders to the coco investors. Conversely, a conversion price above the market share price transfers value to the initial shareholders. These potential value transfers have important implications for the effect of cocos on risk-taking incentives and on the type of investor(s) interested in holding the bonds".

⁶⁹ In ordine alle attività manipolative per l'attivazione del *trigger event* si veda *infra*, Cap. 1, par. 7.1.2.

in proporzione al capitale sociale; b) dal rapporto di conversione convenuto in sede di emissione⁷⁰, da ciò discendendo, in concreto, sia l'assegnazione di un maggior o minor numero di titoli partecipativi ai precedenti titolari di strumenti *CoCos*, sia l'effetto diluizione sui diritti dei soci; c) dal tipo di *trigger event* adottato⁷¹, atteso che, nel caso di determinazione del rapporto di conversione in base al valore di mercato o reale delle azioni alla data dell'evento attivatore, il numero dei titoli partecipativi al capitale che verrà assegnato dipenderà anche (ed in misura rilevante) dal valore di queste ultime a tale data (in presenza di un *high-trigger* è verosimile che il valore dei titoli sia ancora alto, viceversa, in caso di *low-trigger* il valore delle azioni sarà verosimilmente molto basso); d) dal maggior o minor grado di frazionamento della "compagine" dei titolari degli strumenti *CoCos*⁷² e dei soci; e) dal tipo di azioni assegnate ai titolari di strumenti *CoCos* (in particolare, rileva se emesse con diritto di voto pieno o limitato).

Va da sé dunque che in ragione delle numerose variabili in gioco, la conversione degli strumenti *CoCos* in capitale di rischio presenti numerose criticità, di conseguenza, si rende necessario approfondire gli interessi delle parti coinvolte (la società, i già soci e i titolari di *CoCo Bonds*) al fine di valutare in che termini possa essere scongiurato l'esercizio di condotte opportunistiche da parte di una di esse.

Scendendo nel dettaglio, si noti che l'evento conversione incide in particolar modo sulle situazioni giuridiche facenti capo a tre diversi soggetti: (a) la società emittente, la quale vede mutato il proprio assetto patrimoniale e la propria compagine sociale; (b) i soci della società emittente, i quali dovranno sopportare l'effetto diluizione dei loro diritti patrimoniali ed amministrativi; (c) gli "ex" titolari di strumenti *Contingent Capital*, i quali perdono il loro diritto di credito divenendo conferitari di capitale di rischio.

a) Quanto al primo aspetto, dato che i titoli in discorso figurano come poste di debito per l'emittente, ci si può muovere su un terreno già in parte dissodato dalla disciplina delle obbligazioni convertibili *ex art. 2420 bis c.c.*⁷³ Invero, come si è visto, ha luogo una elisione delle poste di passivo iscritte a bilancio alla voce debito verso terzi con conseguente incremento del capitale sociale per importo pari al valore delle azioni di compendio consegnate in base al

⁷⁰ Per approfondimenti si rinvia *infra sub* Cap. 1, par. 8 .

⁷¹ Per approfondimenti si rinvia *infra sub* Cap. 1, par. 7 .

⁷² A titolo esemplificativo, si rileva che gli strumenti *CoCos* potrebbero essere sottoscritti da uno stretto numero di investitori (i.e. il caso di *Credit Suisse*, in cui tutti i titoli sono stati acquistati da due fondi di investimento: cfr. M. CIELLINO, *Credit Suisse al test dei CoCo bond*, in *Il sole 24 ore*, 15 febbraio 2011), ovvero, da una pluralità di investitori. In sede di conversione, nel primo caso la compagine sociale si allargherà ad uno stretto numero di nuovi soci ma verosimilmente titolari di una quota rilevante del capitale; nel secondo caso, la quota di capitale assegnata sarà particolarmente frazionata. Inoltre, si tenga presente che i *CoCos* possono essere sottoscritti anche dai già soci della società, i quali in sede di conversione potrebbero rafforzare la loro quota di partecipazione.

⁷³ In ordine ai punti di contatto tra la disciplina delle obbligazioni convertibili ordinarie e i *CoCos* si veda *infra sub* Cap. 3, parr. 3. e 4.

rapporto di cambio convenuto in sede di emissione; fatto salvo, in ogni caso, il divieto di emissione di azioni per valore complessivo superiore all'ammontare dei capitali "conferiti" dai sottoscrittori di strumenti *CoCos*, ai sensi dell'art. 2346, quinto comma, c.c.

Pertanto, nel caso in cui il *trigger event* si verifichi (anche a motivo di un tardivo accertamento dello stesso) in presenza di un patrimonio netto negativo è necessario che, previa delibera assembleare di azzeramento del capitale sociale⁷⁴, una quota del valore nominale dei *CoCo Bonds* – per quanto necessario al fine di assorbire tutte le perdite – venga imputata a copertura delle perdite; dopo di ché, si procederà all'aumento del capitale mediante la conversione del valore residuo dei titoli *CoCos* in base ad rapporto che garantisca la liberazione delle azioni di compendio⁷⁵.

b) Passando a considerare la posizione dei soci, si osserva che questi ultimi a seguito della conversione dovranno sopportare il verificarsi dell'effetto diluizione dei loro diritti in proporzione al numero di titoli di partecipazione al capitale sociale che verranno assegnati ai detentori di strumenti *CoCos*. Segnatamente, il maggiore o minor grado di pregiudizio dipenderà dal concorso degli elementi chiave già su richiamati (ovverosia, (a) l'ammontare complessivo dei *CoCos* emessi in rapporto all'ammontare del capitale sociale, (b) il tipo di rapporto di conversione; (c) il tipo di *trigger event* previsto in sede di emissione; (d) il maggior o minor grado di frazionamento della "compagine" dei titolari degli strumenti *CoCos* e dei soci; (e) il tipo di azioni assegnate ai titolari di strumenti *CoCos*).

⁷⁴ In tal senso si veda, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale 2 – Diritto delle Società*, Milano, 2013, p. 531 ss. secondo il quale la delibera di riduzione deve essere adottata a maggioranza e non all'unanimità.

⁷⁵ Per meglio comprendere quanto esposto, si propone il seguente esempio: si ipotizzi che la società Alfa con capitale sociale pari ad € 20 emetta n. 100 titoli *CoCos* del valore nominale di € 1 cadauno, così per complessivi € 100, e con rapporto di conversione 1 *CoCos* per 1 azione del valore nominale di € 1. Nell'ipotesi in cui al verificarsi del *trigger event* la società Alfa presenti un disavanzo negativo pari a - € 80, occorrerà che una quota pari a € 0,80 di ciascun *CoCos* venga destinata a copertura delle perdite al fine di riportare il patrimonio netto a zero; in seguito, si potrà procedere all'aumento del capitale non in base all'originario rapporto di conversione (in esecuzione del quale si avrebbe l'emissione di 1 azione da € 1 a fronte della consegna di 1 *CoCos* del valore residuo di € 0,20) bensì in base ad un nuovo rapporto che garantisca la liberazione delle azioni emesse: n. 5 titoli *CoCos* del valore di € 0,20 cadauno per 1 azione del valore nominale di € 1. Tale conclusione, per quanto difforme da quanto suggerito dalla dottrina allorché in pendenza di un prestito di obbligazioni convertibili ordinarie venga azzerato per perdite il capitale sociale, pare ripetere una propria legittimità e coerenza nel fatto che gli strumenti *CoCos* sono emessi per favorire il risanamento dell'ente sicché la loro funzione sarebbe grandemente svilita (ovvero, nullificata) allorché gli stessi non venissero convertiti nel momento in cui ve ne è maggiormente bisogno. Tuttavia, va rilevato che potrebbe essere di grande ostacolo l'eventuale indisponibilità dei soci a deliberare l'azzeramento del capitale sociale; indisponibilità che obbligherebbe gli amministratori ad accertare il verificarsi di una causa di scioglimento e, se del caso, a chiedere al tribunale la nomina di un liquidatore ex art. 2487 c.c.

L'effetto diluizione che la conversione esercita sui diritti dei soci, i quali potrebbero pure divenire compagine di minoranza se non del tutto esclusi, è stato attentamente studiato per valutare in che termini sia opportuno declinare la struttura dei *conversion into equity CoCos*⁷⁶.

La dottrina maggioritaria ritiene che la conversione dovrebbe operare una forte diluizione dei diritti partecipativi dei soci⁷⁷, nel senso di prevedere un rapporto di conversione che favorisca il trasferimento di ricchezza da questi ultimi a vantaggio dei *CoCos holders*, atteso che, diversamente operando, verrebbe meno la funzione di contenimento del *risk bearing* e del *moral hazard*, di fatto incentivando il ricorso a condotte opportunistiche da parte degli stessi soci i quali avrebbero interesse ad agevolare il verificarsi dell'evento attivatore per vedere incrementato il valore reale delle proprie azioni.

Invece, proprio il timore per il verificarsi dell'effetto diluizione dovrebbe indurre i soci ad evitare che il *trigger event* abbia luogo, da un lato, attivandosi preventivamente (in modo diretto od indiretto) presso l'organo gestorio per limitare o ridurre l'eventuale propensione al rischio (c.d. *risk taking*) e l'eccessivo *moral hazard*; dall'altro, procedendo ad un tempestivo incremento del capitale sociale alle prime avvisaglie della crisi, così evitando la conversione dei titoli *CoCos*.

Sul punto va rilevato che, pur nel rispetto della operatività e delle funzioni tipiche degli strumenti *Contingent Capital*, la dottrina ha provveduto ad individuare diverse soluzioni al fine di permettere ai soci di tutelare la propria quota di partecipazione limitando o scongiurando l'effetto diluizione.

In primo luogo, si è proposta l'emissione di uno strumento finanziario, definito *Call Option Reverse Convertibles – COERCs* che si configura come una superfetazione delle obbligazioni *Contingent Capital* e prevede un *trigger* basato su valori di mercato delle azioni e un rapporto di conversione estremamente diluitivo (di modo che il valore complessivo delle

⁷⁶ C.W. CALOMIRIS – R. J. HERRING, *Why and How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement*, cit., passim; W.A. KAAL, *Initial reflection on the Possible Application of Contingent Capital in Corporate Governance*, in *Notre Dame Journal of Law, Ethics & Public Policy*, p. 300 ss.; D. DUFFIE, *Contractual Methods for Out-of-Court Restructuring of Systemically Important Financial Institutions*, cit., 2009, p. 3 ss.; SQUAM LAKE WORKING GROUP, *An Expedited resolution mechanism for distressed financial firms: Regulatory hybrid securities*, cit., p. 5; S. SUNDARESAN – Z. WANG, *Design of Contingent Capital with stock price trigger for conversion*, 2010, disponibile al sito www.ssrn.com, p. 24 secondo cui "The conversion ratios must ensure that, at the equity trigger, there are no value transfers between equity holders and CC investors".

⁷⁷ Tra i tanti, sono favorevoli ad una conversione diluitiva: C.W. CALOMIRIS – R. J. HERRING, *ult. op. cit.*, p. 1; W.A. KAAL, *Contingent Capital in executive compensation*, in *Washington and Lee Law Review*, 2012, p. 1827, nota 14; J.C. COFFEE JR., *Systemic risk after Dodd-Frank: Contingent capital and the need for regulatory strategies beyond oversight*, cit., p. 806; T. HUERTAS, "Too Big to Fail, Too Complex to Contemplate: What to Do about Systemically Important Firms", cit., p. 5; S. STRONGIN – A. HINDLIAN – S. LAWANON, *Ending "too big too fail"*, cit., p. 8; R. RAJAN, *More Capital Will Not Stop the Next Crisis*, in *Financial Times*, 1 ottobre 2009; W.A. KAAL – C.K. HENKEL, *Contingent Capital with Sequential Triggers*, in *San Diego Law Review*, 2012, p. 232 ss.

azioni assegnate sia pari al valore dei titoli *CoCos* in precedenza detenuti). Tale strumento incorpora una *call option* a favore dei soci in forza della quale hanno il diritto di acquistare (entro un determinato lasso di tempo) le azioni assegnate ai titolari di strumenti *COERCs* a seguito del verificarsi dell'evento attivatore, per un corrispettivo pari al valore nominale di questi ultimi⁷⁸.

In tal modo i soci avrebbero la possibilità di evitare o limitare l'eventuale effetto pregiudizievole generato dalla conversione, la quale opererebbe solamente nell'ipotesi di mancato esercizio dell'opzione entro un determinato lasso di tempo indicato nel prospetto di emissione. Inoltre, gli strumenti *COERCs*, secondo la prospettazione dei suoi ideatori, in ragione della facoltà di riscatto attribuita ai già soci (i quali sarebbero incentivati all'acquisto delle azioni in ragione del rapporto di conversione diluitivo adottato), risulterebbero appetibili anche per quegli investitori che mirano ad un investimento a tasso fisso.

Un'altra opzione, un po' meno articolata della precedente ma pur sempre volta a favorire un intervento dei soci in chiave anti-diluizione, è rappresentata dalla possibilità di lasciare un intervallo di tempo tra la data dell'accertamento dell'evento attivatore e la data dell'effettiva conversione. In tal modo, la società potrebbe proporre ai soci di aumentare il

⁷⁸ G. PENNACCHI – G. VERMAELEN – C.P. WOLF, *Contingent Capital: The Case for COERCs*, 2013, disponibile al sito www.lse.ac.uk, p. 3 ss., secondo cui “*COERCs have two main features that distinguish them from other CoCos, and these two characteristics address criticisms of standard CoCos with market value triggers. First, if conversion is triggered by a decline in the market value of the bank's capital, a relatively large number of new shares would be issued to COERC investors such that the bank's shareholders would tend to be heavily diluted. In other words, the market value of new shares issued to CoCo investors would very likely exceed the bonds' par value, giving investors a capital gain and the bank's existing shareholders a capital loss. However, the second main feature of COERCs allows shareholders to avoid this dilution because they are given the right (option) to purchase the newly issued shares at an exercise price equal to the COERC bonds' par value*”. Gli Autori proseguono precisando che “*the proposed COERC design reconciles the conflicting objectives of issuers, regulators and CoCo bond investors. First, its trigger is based on a market value capital ratio rather than a regulatory capital ratio. Second, although based on market values of capital, the design avoids one of the main criticisms of market-based triggers: conversions due to manipulation or panic that would harm the bank's initial shareholders. That is because shareholders have the option to buy the newly-issued shares from COERC investors at the conversion price, with the proceeds repaying the par value of the COERC bond. Third, by setting the conversion price significantly below the trigger price, the COERC is relatively easy to value due to its low risk. Indeed, when the conversion price is significantly below the trigger price, shareholders have a large incentive to prevent dilution by repurchasing the new shares at the COERC bond's par value. This low risk should improve the COERC's liquidity, minimize the likelihood of financial distress, and make it appealing to many fixed-income investors. Fourth, our design implies no role for regulators in pulling the trigger, which eliminates regulatory risk*”. La ricostruzione in chiave giuridica della presente fattispecie dovrebbe quindi prevedere il riconoscimento in capo al socio di un diritto d'opzione all'acquisto delle azioni assegnate ai titolari dei *COERC*. Sul punto in esame, si veda anche C.W. CALOMIRIS – R. J. HERRING, *Why and How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement*, cit., p. 35, nota 19, i quali rilevano che “*our solution to the multiple-equilibria problem is different from that of Pennacchi, Vermaelen and Wolff (2010) and Pennacchi (2010). In their proposal, incumbent stockholders have the right to purchase converted equity at a non-dilutive price from new (post-conversion) stockholders. That option avoids multiple equilibria, but because it eliminates the cost of dilution on incumbent stockholders, it also dampens the incentive to raise new capital to replace lost capital, or to manage risk better ex ante, which we see as central advantages of our proposal*”.

capitale, al fine di apportare mezzi finanziari sufficienti, vuoi, per permettere la continuità dell'attività d'impresa, vuoi, per scongiurare la conversione dei *CoCos*⁷⁹.

c) Da ultimo, sul fronte dei titolari dei *Contingent Capital Bonds*, va evidenziato che gli stessi a seguito del verificarsi dell'evento attivatore e perfezionatasi la conversione perdono definitivamente il diritto al riconoscimento degli interessi periodici e alla restituzione del capitale investito. Tuttavia, quale contropartita, ricevono titoli azionari (eventualmente, appartenenti a categorie speciali) in forza dei quali acquistano i correlati diritti amministrativi e patrimoniali.

Ne discende che nella loro qualità di “nuovi” soci potranno attivamente partecipare alle scelte di indirizzo della vita sociale nelle forme e nelle modalità accordate dall'ordinamento; d'altro canto, dovranno però sopportare il rischio d'impresa correlato alla qualità di *residual claimants*. Con ciò, se è pur vero che potranno perdere completamente il valore del loro originario investimento, tuttavia, in caso di positiva ristrutturazione della società, avranno modo di rientrare del loro originario apporto lucrando, se del caso, un'eventuale profitto.

Da siffatta prospettiva, si rileva infatti che a seguito della conversione si andrà delineando una nuova compagine sociale di cui faranno parte anche i titolari (divenuti oramai “ex”) degli strumenti *Contingent Capital* con rilevanti riflessi sulla struttura della *corporate governance* della società emittente.

Il potere “decisionale” dei “nuovi” soci, in concreto, dipenderà grandemente dalla frazione di capitale sociale che gli stessi andranno a detenere a seguito della conversione e ciò risulterà dall'interrelazione degli elementi già succitati (vale a dire, (a) valore complessivo degli strumenti *Contingent Capital* emessi in rapporto al valore del capitale sociale; b) tipo di trigger event convenuto; c) rapporto di conversione pattuito; d) maggior o minor grado di frazionamento del gruppo dei portatori degli strumenti *CoCos*; e) dal tipo di azioni assegnate ai titolari di strumenti *CoCos*).

Dall'angolo visuale dal quale si muove, si nota che il verificarsi dell'evento conversione ed il cambiamento della base sociale può “terrorizzare” non solo i soci dell'emittente nei termini già su illustrati, ma anche gli amministratori della stessa i quali saranno chiamati a rispondere del loro operato ai nuovi soci, verosimilmente, non proprio ben disposti nei loro confronti a

⁷⁹ S. STRONGIN– A. HINDLIAN – S. LAWSON, *Ending “too big too fail”*, cit., p. 6, secondo cui “the structure of contingent capital could give triggered firms a window of perhaps 30 days, in which they could recapitalize in public markets. If they could not, or if they chose not to, then the contingent capital would automatically convert to equity”. Aderiscono alla stessa tesi anche W.A. KAAL – C.K. HENKEL, *Contingent Capital with Sequential Triggers*, in *San Diego Law Review*, 2012, p. 232, tuttavia, proponendo uno spazio temporale per l'acquisto delle azioni di novanta giorni.

seguito del verificarsi della conversione⁸⁰, correndo peraltro il rischio di dover rispondere per eventuali condotte di *malagestio* commesse prima del verificarsi dell'evento attivatore che, direttamente o indirettamente, possono aver portato all'avveramento dello stesso⁸¹.

Va da sé quindi che l'ingresso di nuovi soci possa portare ad un cambiamento delle prospettive gestionali e di sviluppo della società posto che la nuova compagine avrà facoltà di procedere alla rimozione del vecchio organo gestorio, nominando nuovi amministratori che intraprendano un nuovo corso nel piano di sviluppo della società che meglio tuteli il loro investimento.

A tal proposito, va evidenziato che, al fine di valorizzare la portata degli strumenti *Contingent Capital* come strumenti per la riforma della *Corporate Governance*, è stata proposta la conversione dei *CoCos*, con concambio diluitivo, in c.d. "*preferred stocks*" (i.e. una categoria speciali di azioni) con diritto di cumulo sui dividendi non distribuiti e con diritto di voto in assemblea speciale per la nomina degli amministratori, ovvero, con voto multiplo nell'assemblea generale dei soci⁸².

⁸⁰ Cfr. C.W. CALOMIRIS – R. J. HERRING, *Why and How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement*, cit., p. 19, secondo i quali gli amministratori sarebbero i primi a dover temere il verificarsi del *trigger event* perseguendo una gestione il più possibile avversa al rischio in quanto "*CoCo conversion would be a CEO's nightmare: not only would existing stockholders who are diluted by the conversion be calling for his head, but he would also face an onslaught of sophisticated new block holders of stock (institutional investors who formerly were CoCo holders) who are likely to be eager to sack senior management for their demonstrated incompetence*". Nello stesso senso, M. FLANNERY, *Contingent Capital Instrument for Large Financial Institutions: A Review of the Literature*, cit., p. 5. In senso contrario, sull'assunto che i *CoCos* andrebbero a rafforzare i *manager* in carica ed il loro *business plan*, cfr. K.R. FRENCH – M.N. BAILY – J.Y. CAMPBELL – J.H. COCHRANE – D.W. DIAMOND, *The Squam Lake Report: Fixing the Financial System*, 2010, Princeton University Press, p. 86 ss.

⁸¹ In questa prospettiva, anche gli amministratori, sebbene sospinti dai soci di maggioranza, avranno interesse a che il *trigger event* non si verifichi sicché la loro gestione sarà tendenzialmente meno propensa al *risk taking*. Lo strumento *CoCos* potrà quindi essere utile a ridurre il *moral hard* ed a rompere il doppio filo che legava soci ed amministratori nel perseguire il massimo profitto possibile in una prospettiva di breve termine. Ad ogni modo, il semplice verificarsi del *trigger event* in ragione di scelte gestionali non vincenti non potrà essere considerato come fonte di responsabilità per gli amministratori atteso che il loro operato sarebbe sempre coperto dal principio della "*business judgement rule*".

⁸² J.C. COFFEE JR., *Systemic risk after Dodd-Frank: Contingent capital and the need for regulatory strategies beyond oversight, working paper*, Columbia University Law School, 2010, p. 832, secondo cui "*because the goal here is to create a voting counterweight to the risk-neutral stance of the common stockholders, voting rights should commence immediately on conversion, without waiting for a default on the preferred dividend as a precondition. A related choice is how the preferred stock should vote: i.e., with the common as a single class, or, alternatively, as a separate class that would have the right to elect a specified number of directors (say, one quarter of the board). This latter provision would require classification of the board, which would usually require a charter amendment, unless the corporation had a "blank check" preferred stock provision in its certificate of incorporation. Allowing both the common and preferred classes to vote as a single class has the virtue of simplicity and is less likely to produce a factionalized board of directors. If a more potent remedy is desired, the preferred could be given multiple votes per share. The case for such a "super-voting" provision is strongest when the initial conversion would likely result in a class of preferred with only modest voting power (say, 10% or less). Again, such a super-voting provision would have to be authorized by the certificate of incorporation (or by a "blank check" preferred provision authorizing the board to set the terms of the voting rights). Although the*

In tesi, tale soluzione, fungerebbe innanzitutto da deterrente avverso la propensione al rischio in ragione del riconoscimento di un dividendo a tasso fisso a favore dei titolari delle “*preferred stocks*”, i quali avrebbero quindi un interesse antitetico rispetto a quello dei titolari di azioni ordinarie nell’accredere l’eventuale leva finanziaria della società⁸³.

Infine, vi è chi ha invece proposto l’emissione di *CoCos* con un due *trigger event* parametrati al valore di mercato delle azioni. Al verificarsi del primo, interverrebbe la conversione del debito in capitale di rischio (con assegnazione di azioni ordinarie), mentre con il secondo – da attivarsi nel caso in cui la situazione finanziaria della società emittente dovesse peggiorare – dovrebbe essere attribuito un diritto di “voto plurimo” ai nuovi soci⁸⁴.

Quest’ultimo *trigger* sarebbe strumentale a garantire agli *ex* titolari di strumenti *Contingent Capital* di acquisire un maggiore potere decisionale sulle sorti delle società (ancorché titolari di una quota di minoranza), di riflesso, incentivando *ex ante* i già soci a rafforzare con sollecitudine le condizioni patrimoniali della società per evitare di vedere diluiti i propri diritti di voto e, d’altro canto, *ex post*, rendendo le azioni con voto plurimo maggiormente appetibili sul mercato al fine di agevolare i *CoCos holders* ad ottenere il rimborso di quanto investito.

6.2. L’assorbimento delle perdite mediante riduzione del valore nominale del credito (c.d. “*write-down*”)

Ciò detto in merito alla conversione del debito relativo ai titoli *CoCos* in capitale di rischio, occorre ora considerare come operi la clausola di assorbimento delle perdite mediante riduzione del valore nominale (c.d. “*write-down*”)⁸⁵.

La clausola di riduzione del valore nominale dei titoli *CoCos*, sotto il profilo economico-contabile, permette alla società emittente di patrimonializzarsi nuovamente operando una rettifica delle poste del passivo relative al debito verso i portatori degli strumenti

preferred shareholders would be entitled to cumulative arrearages, such arrearages are vulnerable and can be eliminated through mergers and other well-known techniques. Thus, to protect this right to cumulative dividends, it would be appropriate to give the preferred an additional voting right: the right to elect as a class some additional percentage of the directors each year that their dividend is omitted. The right to such class voting would end once the arrearages were fully paid”.

⁸³ J.C. COFFEE JR., *ult. op. cit.*, p. 795.

⁸⁴ W.A. KAAL – C.K. HENKEL, *Contingent Capital with Sequential Triggers*, *cit.*, p. 231, secondo cui “*the holders of contingent capital (...) would receive increased voting rights if the financial situation of the institution did not improve after conversion into equity*”.

⁸⁵ C. PAZARBASIOGLU – J. ZHOU – V. LE LESLÉ – M. MOORE, *Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features*, *cit.*, p. 11, i quali ritengono che “*contingent capital instruments with debt write-off features would be more suitable for (but not limited to) cooperative and mutual banks that are prevented by their legal structure from issuing shares. Such instruments could be designed to impose a significant haircut on bondholders upon the trigger event*”.

*CoCos*⁸⁶. In tal caso, a differenza di quanto si verifica nell'ipotesi di conversione, il capitale sociale non subirà alcuna modifica formale, tuttavia, sul piano sostanziale, grazie al verificarsi del *trigger event* lo stesso riacquisterà in tutto o in parte (se già intaccato dalle perdite), oppure aumenterà (se non ancora eroso), il proprio valore reale dato che, a parità di attivo, vengono meno le passività verso i titolari dei *CoCo Bonds*.

Come si è visto, il ricorso alla clausola di *write-down* permette di graduare la percentuale di valore del titolo da sottoporre a falciatura, sicché, in sede di emissione si potrà prevedere che, al verificarsi dell'evento attivatore, la riduzione operi solamente per una frazione del valore nominale del titolo ovvero sull'intero, oppure, che la falciatura di valore possa essere determinata *per relationem* in base alle esigenze di risanamento, mediante un sistema di c.d. "*multiple trigger*" in cui la diminuzione del valore nominale opera progressivamente (fino a zero) mano a mano che le condizioni patrimoniali dovessero peggiorare.

In caso di falciatura parziale l'effetto di *deleverage* sarà ovviamente limitato al valore effettivamente oggetto di riduzione e la parte residua dell'obbligazione continuerà a subire il trattamento giuridico ed economico indicato nel prospetto di emissione⁸⁷.

Dalla prospettiva dei soci, come si è già avuto modo di osservare, la modalità di assorbimento delle perdite in parola si profila priva di ricadute pregiudizievoli per i loro diritti partecipativi e, in particolare, non opera alcun trasferimento di ricchezza dai soci a vantaggio dei titolari di strumenti *CoCos*. Anzi, la riduzione dell'ammontare del passivo a fronte del permanere delle medesime consistenze attive, permette un incremento del valore reale delle azioni con correlato trasferimento di ricchezza dai *CoCos holders* ai soci.

Sul fronte dei titolari di obbligazioni *CoCos*, invece, la riduzione del valore nominale comporterà la perdita definitiva del diritto alla restituzione del capitale, salvo in ogni caso il diritto a trattenere gli interessi già incassati⁸⁸. In altre parole, l'investimento posto in essere potrà qualificarsi come "a tutto rischio", in quanto il portatore dello strumento *CoCos* si assumerà un rischio – quantomeno sotto il profilo economico – più spiccato di quello degli stessi azionisti, atteso che al verificarsi dell'evento attivatore dovrà sopportare interamente la

⁸⁶ Per un breve inquadramento economico si veda J. DE SPIEGELEER – W. SCHOUTENS, *Multiple Trigger CoCos: Contingent Debt Without Death Spiral Risk*, cit., p. 134, secondo cui "on a trigger event, the value of the CoCo is decreased by applying a haircut H on the face value N of the bond. The resulting loss for the investor is given by: $LCoCo = H \times N$ ".

⁸⁷ In alternativa, la parte non falciata potrà essere liquidata in denaro in unica soluzione. Tale modalità di rimborso è stata adottata da Robobank nell'emissione del marzo 2010, laddove si è previsto un *haircut* del valore nominale pari al 75% ed il rimborso cash del residuo 25%. Tale scelta è stata criticata da S. AVDJIEV – A. KARTASHEVA – B. BAGDANOVA, *CoCos: a primer*, cit., p. 46, secondo cui "one criticism of this type of loss absorption mechanism is that issuer would have found a cash payout while in distress".

⁸⁸ Cfr. G. M. VON FURSTENBERG, in *Mega-Banks' Self-Insurance with Cocos: a work in progress*, cit., p. 6, secondo cui "a trigger event would cause holders of write-off-only cocos to lose everything except the interest payments already received".

perdita di valore del proprio investimento sacrificandosi a vantaggio di una maggior stabilizzazione patrimoniale della società. Inoltre, nell'ipotesi di futuro andamento positivo della società, a differenza degli stessi soci, non potrà trarne alcun beneficio⁸⁹.

Per ovviare a tale potenziale e forte disequilibrio, si è quindi prospettata la riduzione temporanea del valore nominale del bond; di talché, il diritto di credito sarà solo temporaneamente estinto in quanto l'eventuale "ritorno in utile" della società permetterà al titolare dei *CoCos* di ridivenire creditore della stessa per l'importo capitale e per gli interessi di futura maturazione⁹⁰.

7. L'evento condizionante (c.d. "trigger event")

Illustrate le modalità in cui può declinarsi il meccanismo di assorbimento delle perdite, occorre ora esaminare quali siano gli elementi numerico-aritmetici o le circostanze di fatto che possono essere inserite nel regolamento di emissione dalle quali desumere le difficoltà patrimoniali-finanziarie dell'emittente e quindi la necessità di procedere all'attivazione del *loss absorption mechanism*.

La previsione di un elemento condizionante (c.d. "trigger event" o "evento attivatore") che rifletta lo *status* patrimoniale-finanziario dell'emittente (ovvero, più in generale, dell'andamento economico di quest'ultimo) si configura, assieme al meccanismo di assorbimento delle perdite, come uno degli elementi tipici ed essenziali della "fattispecie" dei *CoCos*⁹¹.

⁸⁹ Cfr. FLANNERY M., *Contingent Capital Instrument for Large Financial Institutions: A Review of the Literature*, 2013, disponibile al sito www.ssm.com, p. 9, laddove precisa che "Like the "catastrophe bonds" issued by some insurance companies, a *coco's* PWD [Principal Write Down] increases the value of common equity to the detriment of bondholders. PWD also affects traditional notions of seniority by placing shareholders ahead of *coco* bondholders under some circumstances". La questione in discorso, verrà in seguito approfondita *sub* Cap. 2, par. 5.2.2.3.

⁹⁰ W.A. KAAL, *Initial reflection on the Possible Application of Contingent Capital in Corporate Governance*, *cit.*, p. 300; AA.VV., *Report to Congress on Study of a Contingent Capital Requirement for Certain Nonbank Financial Companies and Bank Holding Companies*, *cit.*, p. 7, secondo cui "an alternative feature to conversion to common equity is a permanent write off or temporary write down of the contingent capital instrument. If temporary, the write down generally is reversed if the issuer's financial condition improves". In particolare, per quanto concerne la disciplina dei *temporary write-down CoCos* nell'ambito della disciplina bancaria si rinvia *infra sub* Cap. 2, par. 5.2.2.3.

⁹¹ Il fatto che il *trigger event* debba riflettere l'andamento economico della società si presenta come elemento distintivo che permette di perimetrare gli strumenti in parola dalle c.d. obbligazioni "reverse convertible", titoli obbligazionari atipici che conferiscono al portatore il diritto di ricevere una remunerazione elevata in cambio dell'opzione (i.e. *opzione put* implicita) riconosciuta all'emittente di rimborsare a scadenza il valore nominale oppure un quantitativo di azioni il cui valore è inferiore al capitale investito. In tal caso, va evidenziato che la facoltà di esercizio dell'opzione da parte dell'emittente è subordinata al verificarsi di una condizione di natura finanziaria/speculativa convenzionalmente pattuita, pertanto, non strettamente correlata alle condizioni patrimoniali dell'emittente.

Invero, se la precipua funzione degli strumenti in discorso è quella di assorbire le perdite che l'emittente sia chiamato a dover fronteggiare, è dunque necessario che il *trigger event*, indipendentemente dai parametri o degli eventi in concreto assunti a riferimento, funga da adeguato campanello d'allarme in ordine alle difficoltà patrimoniali-finanziarie della società emittente.

In tal senso, occorre quindi che l'elemento numerico-aritmetico o le circostanze di fatto assunte a parametro per valutare lo stato di salute dell'emittente siano il più possibile precise, oggettive e trasparenti al fine di evitare una attivazione anticipata del *loss absorption mechanism*, ovvero, circostanza assai peggiore, la sua mancata tempestiva attivazione dello stesso.

Nel primo caso, si rischierebbe di privare l'emittente – quantomeno nel breve termine – di uno strumento di ausilio per superare improvvise situazioni di stress patrimoniale che dovessero di lì a poco presentarsi; tuttavia, quel che più rileva, è che una attivazione anticipata può irrimediabilmente pregiudicare, senza alcun motivo, le ragioni degli investitori al riconoscimento degli interessi nonché al rimborso del capitale. A ciò si aggiunga che, nell'ipotesi di conversione degli strumenti *CoCos* in titoli partecipativi al capitale, i soci devono altresì sopportare l'effetto diluizione, con i conseguenti riflessi sui loro diritti partecipativi e sul governo societario nei termini già suesposti.

Ancora più rilevanti sarebbero poi gli effetti pregiudizievoli che, nel caso di società quotata, si andrebbero a generare sul mercato, vuoi, in ordine al danno “reputazionale” circa l'effettiva solidità patrimoniale della società emittente⁹², vuoi, più in generale, in merito alla utilità e attendibilità dei *Contingent Capital Bonds* in circolazione, con conseguenza diffidenza in ordine al funzionamento di questi ultimi da parte degli operatori del mercato e con rilevante pregiudizio per tutte le altre società che hanno emesso titoli *CoCos*⁹³.

Viceversa, nell'ipotesi di mancata tempestiva attivazione, l'emissione degli strumenti *Contingent Capital* risulterebbe sterile e i maggiori oneri corrisposti ai *CoCos holders* (intendendosi il maggior tasso d'interesse a questi ultimi riconosciuto rispetto agli obbligazionisti *senior*) si rivelerebbero un inutile dispendio di risorse visto che le perdite

⁹² Una volta verificatosi l'evento attivatore si può ritenere che sia difficile, se non impossibile, spiegare al mercato che ci si trova di fronte ad un errore di calibrazione del *trigger event* correlato al titolo *Contingent Capital* e che in realtà la società non si trova in una condizione di *stress* patrimoniale (c.d. falso positivo). In aggiunta, come sempre succede in circostanze simili, è probabile che, a complicar le cose, tale evento possa portare poi a forti tensioni in ambito sociale (es. management) ed extrasociale (es. autorità di vigilanza) per individuare uno o più responsabili dell'errore circa l'attivazione dei *CoCos*.

⁹³ Tutti i portatori di *CoCo Bonds* emessi dalla stessa società o da altre, potrebbero temere che i titoli da loro posseduti incorporino lo stesso tipo di errore e, di conseguenza, potrebbe avere luogo un effetto domino su tutto il mercato dei *CoCos* con svalutazione dei titoli sul mercato secondaria e l'emissione dei *CoCos* nel mercato primario ad un tasso d'interesse più elevato.

verrebbero tardivamente assorbite: ovverosia, nel caso di *Going Concern CoCos*, quando la continuità è già ampiamente pregiudicata, invece, nell'ipotesi di *Gone Concern CoCos*, allorché l'ordinata e rapida risoluzione dell'emittente sia una strada non più praticabile⁹⁴.

Considerate le gravi e rilevanti esternalità negative che potrebbero prodursi, sulla singola società e sull'intero mercato, in caso di erronea messa a punto dell'evento condizionante l'attivazione, in dottrina sono stati proposti vari e diversi indicatori da cui desumere il maggior o minor grado di *stress* patrimoniale-finanziario dell'emittente e, di riflesso, da poter utilizzare come parametro per l'attivazione del *trigger event*.

In particolare, i *trigger events* possono essere suddivisi – riprendendo una classificazione⁹⁵ presente (tra le molte⁹⁶) in letteratura ed utile ai fini che qui interessano – in tre diverse categorie:

- a) *Trigger events* “meccanici” (c.d. “*mechanical trigger events*”): vale a dire tutti quei *trigger* che desumo lo stato di crisi dell'emittente (sia esso di ordine patrimoniale o finanziario) dall'accertamento di un dato di tipo aritmetico-numerico. Segnatamente, sono individuabile due *sub*-categorie:
 - i. “*Balance sheet triggers*” (ovvero, *trigger* basati sui valori di bilancio) in cui l'evento attivatore dipenderà dalla diminuzione oltre una predeterminata soglia di uno più parametri contabili rinvenibili dai bilanci della società, ovvero, dai documenti informativi periodici destinati al mercato (*i.e.* trimestrali o semestrali) o alle autorità di vigilanza;
 - ii. “*Market Triggers*” (ovvero, *trigger* basati su indici di mercato) laddove l'evento attivatore scatterà allorché l'andamento negativo di un predeterminato

⁹⁴ Cfr. R.L. McDONALD, *Contingent Capital with a Dual Price Trigger*, in *Journal of Financial Stability*, 2013, p. 232, secondo cui “*any contingent capital scheme can fail. The language of statistical hypothesis testing provides terminology for a discussion of failure. Contingent capital converting into equity when the bank does not require capital is analogous to a type I error in statistics, which is a false positive (the hypothesis is not rejected when it should be). Contingent capital failing to convert when the bank is in need of capital is analogous to a type II error, which is a false negative (the hypothesis is rejected when it should not be). In the context of contingent capital, a type II error seems much more serious than a type I error*”.

⁹⁵ Lo schema a cui si fa riferimento (seppure con alcune modifiche) è quello proposto da S. AVDJIEV – A. KARTASHEVA – B. BAGDANOVA, *CoCos: a primer*, cit., p. 44 ss.

⁹⁶ CFR. AA.VV., *Report to Congress on Study of a Contingent Capital Requirement for Certain Nonbank Financial Companies and Bank Holding Companies*, cit., p. 11, laddove propongono la seguente suddivisione “*policymakers, researchers, and market participants have proposed many different types of mechanisms that would trigger a contingent capital feature, including: (1) macroeconomic or systemic triggers established by regulators, (2) firm-specific triggers based on market information, (3) firm-specific triggers based on regulatory or accounting information, (4) firm and systemic triggers based on supervisory discretion, and (5) hybrid triggers that combine a firm-specific trigger and a systemic trigger, the latter of which can be based either on supervisory discretion or on an index derived from financial market and macroeconomic factors*”.

indice (individuato ad esempio nel valore del mercato delle azioni, valore del *credit default swap*; c.d. CDS) scenda sotto una predeterminata soglia;

- b) *Trigger events* discrezionali (c.d. “*discretionary trigger events*”)⁹⁷: in questo caso il meccanismo di assorbimento delle perdite opera a seguito di una decisione assunta da un soggetto terzo (*i.e.* autorità di vigilanza) la cui discrezionalità nel valutare lo stato di crisi potrà essere libera oppure dipendere da quanto previsto nel regolamento di emissione, ovvero, da eventuali disposizioni regolamentari;
- c) *Trigger event* complessi (c.d. “*double triggers*” o “*multiple triggers*”)⁹⁸: sono riconducibili a tale categoria quegli eventi attivatori che richiedono il verificarsi di almeno due condizioni che possono essere entrambe di tipo meccanico, ovvero, una di tipo meccanico e l'altra discrezionale.

Come sia avrà modo qui d'appresso di considerare, ciascuno dei predetti tipi di *triggers* presenta, al lato pratico, delle esternalità positive e negative che devono essere di volta in volta ponderate. Invero, l'adesione all'uno piuttosto che all'altro di tali modelli incide sulla possibilità di procedere ad un tempestivo accertamento in ordine al verificarsi dell'evento attivatore o alla possibilità di manipolare il verificarsi dello stesso, nonché sul rischio incorporato dal titolo; d'altro canto, tale scelta può influire altresì sulle determinazioni delle società di *rating* in ordine alla possibilità di formulare un giudizio sul titolo, con evidenti ripercussioni sull'appetibilità dello stesso sul mercato⁹⁹.

Nella prospettiva in esame, merita di essere chiarito che i criteri guida che occorre prendere in considerazione nell'analisi e nella formulazione di un giudizio sui diversi *trigger events* – che al contempo costituiscono le caratteristiche a cui questi ultimi dovrebbero tendere per un loro miglior assetto – sono: i) la prevedibilità e la trasparenza; ii) l'accuratezza; iii) la tempestività; iv) l'inclusività.

Per quanto riguarda la prevedibilità e la trasparenza, evidenti sono le ragioni per le quali tutte le parti coinvolte nell'emissione abbiano interesse a poter ponderare la possibilità che l'evento attivatore si verifichi e di poter costantemente osservare tale tipo di dato; in particolare modo, per l'investitore e la società emittente tali tipi di informazioni sono importanti al fine di

⁹⁷ Cfr. S. AVDJIEV – A. KARTASHEVA – B. BAGDANOVA, *CoCos: a primer*, cit., p. 45 ss., “*discretionary triggers, or point of non-viability (PONV) triggers, are activated based on supervisors' judgment about the issuing bank's solvency prospects. In particular, supervisors can activate the loss absorption mechanism if they believe that such action is necessary to prevent the issuing bank's insolvency. PONV triggers allow regulators to trump any lack of timeliness or unreliability of book-value triggers. However, unless the conditions under which regulators will exercise their power to activate the loss absorption mechanism are made clear, such power could create uncertainty about the timing of the activation*”.

⁹⁸ Cfr. R.L. McDONALD, *Contingent Capital with a Dual Price Trigger*, cit., p. 230 ss.

⁹⁹ Cfr. MOODY'S, *Rating Methodology: Global Banks*, 16 luglio 2014, disponibile al sito www.moodys.com

valutare il rischio incorporato nel titolo, da ciò discendendone l'eventuale maggiore o minore tasso d'interesse che dovrà essere riconosciuto¹⁰⁰.

Stesse considerazioni si possono sviluppare in relazione all'accuratezza – intesa nel senso di precisa descrizione degli elementi contabili-aritmetici e/o delle circostanze di fatto al cui verificarsi si attiva il meccanismo di assorbimento delle perdite – la quale si delinea come un diverso profilo della prevedibilità posto che, se l'evento dedotto è preciso, è al contempo pure maggiormente prevedibile.

Quanto alla tempestività, la stessa si deve esplicitare, per le ragioni di cui si è detto sopra, come necessità che l'evento attivatore operi in tempo utile per permettere il risanamento o l'ordinata risoluzione dell'emittente così scongiurando le negatività conseguenti ad una tardiva conversione e/o svalutazione.

Infine, l'inclusività è da intendersi come capacità del *trigger event* di prendere in considerazione tutti i principali dati rappresentativi della situazione patrimoniale e finanziaria dell'emittente nonché delle sue prospettive future al fine di meglio riflettere l'effettiva necessità di attivazione del meccanismo di assorbimento delle perdite.

Infine si ritiene che tutti i *CoCos* debbano prevedere che l'apertura di una qualunque procedura che comporti il concorso dei creditori sul patrimonio dell'emittente si configuri come *trigger event*, di guisa che sia scongiurata la possibilità che l'assorbimento delle perdite non operi nel momento di maggior bisogno per l'emittente.

7.1. Trigger events meccanici

Come già suesposto, possono essere ricondotte nell'alveo dei *trigger events* meccanici tutti quegli eventi attivatori che desumo lo stato di crisi patrimoniale dell'emittente dall'accertamento di un dato di tipo aritmetico-numerico sia esso di ordine contabile ovvero correlato all'andamento dei corsi azionari dell'emittente.

Il punto di forza dei *triggers* in parola si rinviene nella tendenziale possibilità, variamente declinata in ciascuna delle sub-categorie che si andranno testé illustrando, di monitorare e di valutare costantemente le probabilità circa il verificarsi dell'evento attivatore in tal senso rafforzamento la c.d. "*market discipline*", da intendersi come i meccanismi e le regole di mercato capaci di influenzare l'agire del management.

¹⁰⁰ Il punto in esame, rappresenta un profilo non di poco momento anche per i soci i quali, nell'ipotesi di conversione dello strumento *CoCos* in capital di rischio, potranno valutare il valore della loro partecipazione anche in ragione della probabilità circa il verificarsi dell'evento attivatore.

7.1.1. Trigger basati su valori di bilancio (c.d. *balance sheet triggers*)

Sono ascrivibili alla categoria “*balance sheet*” quei *trigger events* che assumano a riferimento i dati e/o i valori che possono desumersi da una valutazione congiunturale di uno o più parametri rinvenibili dai bilanci della società, o nei casi in cui ne sia prevista la predisposizione anche dai documenti informativi infrannuali (c.d. trimestrale o semestrale), ovvero, dai report periodici destinati alle autorità di vigilanza.

Salva la presenza di vincoli regolamentari per le attività d’impresa oggetto di specifica disciplina¹⁰¹, i valori o le poste contabili da assumere a riferimento potranno essere le più varie a seconda degli obiettivi che l’emittente si prefigge.

Con particolare riguardo all’ordinamento bancario, per valutare lo stato di salute dell’emittente si potrà fare riferimento al c.d. *capital ratio* (vale a dire, il rapporto tra fondi propri ed attività ponderate per il rischio), al c.d. *liquidity ratio* (ovverosia, l’ammontare minimo di riserve di liquidità che una banca deve possedere), o all’ammontare di perdite sui mutui (*charge-off rate for loans*) quali indicatori appositamente predisposti e declinati per l’impresa bancaria che possono rilevare eventuali difficoltà patrimoniali, anche in termini prospettici. Tuttavia, la scelta operata dal legislatore comunitario è stata nel senso di prevedere tassativamente il ricorso un indicatore correlato ai criteri di patrimonializzazione (a cui possono essere associati *trigger event* anche di diversa natura) di modo che l’assetto negoziale dei *CoCos* sia strumentale rispetto alla disciplina e agli obiettivi della vigilanza prudenziale degli enti di credito¹⁰².

Il tipo di *trigger* in esame, utilizzabile da qualunque società anche in assenza di quotazione, si caratterizza per una forte inclusività poiché assumendo a riferimento parametri di tipo contabile pare quanto mai idoneo a fornire una completa e fedele valutazione circa le effettive condizioni patrimoniali dell’emittente. Il suo attivarsi, a differenza del c.d. *market trigger* (di cui si dirà nel successivo paragrafo), è inoltre assai meno soggetto ad eventuali manovre speculative dirette da parte di soggetti esterni alla gestione sociale (ad esempio, creditori, titolari di strumenti *CoCos*, soci, ecc...) che possono essere interessati ad accelerare o a posticipare l’evento *trigger*.

¹⁰¹ Cfr. *infra sub* Cap. 2, par. 5.2., in ordine ai parametri *balance sheet trigger* imposti dalla disciplina regolamentare delle banche.

¹⁰² Come si avrà modo di approfondire *sub* Cap. 2, par. 5., la dottrina e le autorità di vigilanza hanno inizialmente proposto e salutato con favore questo tipo di *trigger*. A tal riguardo, se non è revocabile in dubbio che la presenza di una bassa patrimonializzazione possa figurare come “campanello d’allarme” in ordine allo stato di salute dell’emittente, di converso, come la recente crisi insegna, ben è possibile che società ben formalmente ben patrimonializzata versino in realtà in condizioni di crisi (per esempio per mancanza di liquidità). Cfr. *Swiss State Secretariat for International Financial Matters, Too big to fail – Economic Risks posed by big banks*, 2011-2013, disponibile al sito <http://www.sif.admin.ch>.

Tenuto conto di ciò, sono però parecchi i rischi e le esternalità correlate all'uso del *trigger event* in esame che possono gravare in capo alla società o, in particolar modo, agli investitori.

In primo luogo, i *balance sheet triggers* difettano di tempestività, atteso che l'attività di rilevazione, analisi e valutazione, nonché, infine, di redazione dei documenti contabili non viene eseguita in modo continuativo e, anche qualora così fosse, tale processo richiede un congruo lasso di tempo per poter ottenere dati che siano seriamente attendibili, specialmente nei casi di società particolarmente articolate o strutturate¹⁰³. Per di più, le rilevazioni di tipo contabile hanno sempre una valenza storica¹⁰⁴ e tendenzialmente non incorporano una valutazione di natura prognostica circa le prospettive dell'emittente e del tutto escludono previsioni circa gli andamenti macroeconomici dei mercati in cui opera l'emittente¹⁰⁵.

Pertanto, se non si corre il rischio di una attivazione anticipata, tuttavia, è possibile che l'accertamento dello stato di crisi patrimoniale operi con un certo margine di ritardo; ritardo che nelle società finanziarie che richiedono costanti rifinanziamenti (per esempio attraverso prestiti *overnight* o *repurchase agreement*) potrebbe rivelarsi fatale, allorché le controparti, pur non essendo ancora al corrente dei dati contabili in forma ufficiale, non nutrano più fiducia in merito all'effettiva capacità di rimborso da parte della controparte ed interrompano così i flussi di finanziamento, di guisa che si potrà dare avvio ad un crisi di liquidità ben prima che abbia luogo l'accertamento del *trigger event* patrimoniale.

¹⁰³ S. AVDJIEV – A. KARTASHEVA – B. BAGDANOVA, *CoCos: a primer*, cit., p. 44 ss., notano che “*the effectiveness of book-value triggers depends crucially on the frequency at which the above ratios are calculated and publicly disclosed, as well as the rigour and consistency of internal risk models which can vary significantly across banks and time. As a result, book-value triggers may not be activated in a timely fashion*”.

¹⁰⁴ Si è infatti evidenziato che molte delle banche che nel corso della crisi hanno richiesto assistenza pubblica per il loro risanamento risultavano formalmente patrimonializzate in conformità alle disposizioni di vigilanza prudenziale. Sul punto si vedano: C.W. CALOMIRIS – R. J. HERRING, *Why and How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement*, cit., p. 11; D. DUFFIE, *Contractual Methods for Out-of-Court Restructuring of Systemically Important Financial Institutions*, cit., p. 4, il quale osserva che “*for example, Citibank, a SIFI that did receive a significant government bailout during the recent financial crisis, had a Tier-1 capital ratio that never fell below 7% during the course of the financial crisis, and was measured at 11.8% at roughly its weakest moment in December 2008, when the stock-market capitalization of Citibank's holding company fell to around \$20 billion dollars, or about 1% of its total accounting assets. Because of the limited-liability treatment of equity and because of significant prevailing uncertainty over the true valuation of Citibank's assets, this stock-market valuation suggests that Citibank's assets probably had a market value well below its debt principal in late 2008*”.

¹⁰⁵ G.M. VON FURSTENBERG, “*Concocting Marketable Cocos*”, HKIMR Working Paper No. 22/2011, Hong Kong Institute for Monetary Research, luglio 2011, disponibile al sito www.ssrn.com, p. 17 e S. STRONGIN – A. HINDLIAN – S. LAWANON, *Ending “too big too fail”*, cit., p. 5, ritengono con particolare riguardo ai *CoCo Bonds* Bancari che una valutazione *forward looking* sarebbe comunque garantita anche nell'ambito dei *balance sheet triggers* allorché vengano assunti a riferimento gli esiti dei c.d. *stress test* in ragione della molteplicità di fattori macroeconomici e prospettici che ivi vengono presi in esame. In tal senso, si vedano i criteri indicati dall'Banca Centrale Europea ai fini del c.d. *Asset Quality Review*: EUROPEAN CENTRAL BANK, *Asset Quality Review – Phase 2 Manual*, marzo 2014, disponibile al sito www.ecb.europa.eu.

In secondo luogo, vanno poi evidenziate le difficoltà nell'individuare e definire in modo rigoroso i parametri a cui attenersi nella fase di rilevazione e di valutazione dei dati contabili, atteso che tali criteri non solo possono variare in ciascuna società o banca, ma soprattutto nel tempo sono soliti subire numerose e sostanziali modifiche indotte, vuoi, dalla semplice evoluzione dei tempi, vuoi, in particolar modo, da pressioni sui governi o sulle autorità di vigilanza¹⁰⁶, specialmente in tempo di crisi, per cambiare le modalità di contabilizzazione di alcune voci da cui potrebbero derivare rilevanti perdite.

Infine, come la recente crisi economica insegna, è fatto noto che il *management* possa facilmente ricorrere ad operazioni *intra* societarie per nascondere eventuali perdite, ritardando così il rilevamento delle stesse, sfruttando eventuali differenze normative tra i diversi ordinamenti in cui la società opera (c.d. arbitraggio normativo)¹⁰⁷. Ne discende che, in assenza di adeguati controlli, sia impossibile rilevare in modo rigoroso, oggettivo e tempestivo l'eventuale verificarsi del *trigger event*.

7.1.2. Triggers basati su valori di mercato (c.d. market value triggers)

Quale alternativa ai *balance sheet triggers* e al fine di limitare alcune delle criticità che sono state evidenziate, si è proposto di condizionare il meccanismo di assorbimento delle perdite all'andamento di alcuni "indicatori" rappresentativi dell'andamento economico della società nonché, in particolar modo, delle aspettative che il mercato nutre in ordine alla solvibilità dell'emittente.

Innanzitutto, ci si è chiesti quali siano quei parametri da cui poter desumere l'effettiva valutazione che il mercato dà in ordine allo stato di salute dell'emittente. In particolare, due sono i criteri a cui si è suggerire di legare l'evento condizionate: a) l'andamento dello *spread* dei *credit default swap* (c.d. *CDs*) a copertura del default dell'ente emittente; b) i valori di borsa delle azioni dell'emittente (c.d. *equity market value triggers*)¹⁰⁸.

¹⁰⁶ Cfr. R.L. McDONALD, *Contingent Capital with a Dual Price Trigger*, 2013, cit., p. 232, "Accounting rules are subject to political pressure: Accounting rules have force because the SEC requires companies to adhere to them. The SEC in turn is subject to Congressional oversight. Congress has in the past intervened in the process of accounting rule creation. Two leading examples were the FASB's attempts to have option grants treated as an expense and the partial repeal of fair value accounting (FASB, 2009) during the crisis. It seems reasonable to suppose that accounting rules would potentially be subject to manipulation in a future crisis".

¹⁰⁷ C.W. CALOMIRIS – R. J. HERRING, *Why and How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement*, cit., p. 11

¹⁰⁸ COFFEE J.C. JR., *Systemic risk after Dodd-Frank: Contingent capital and the need for regulatory strategies beyond oversight*, cit., p. 831, secondo cui "[the] use of the market price as a trigger supplies an objective measure that is less easily manipulated than accounting standards. Alternatively, a defined widening of credit default spreads on the issuer's debt may supply another potential objective measure".

Il primo parametro, assumendo a riferimento i *CDs* – da intendersi quali contratti *swap* appartenenti alla categoria dei derivati sul rischio di credito che offrono la possibilità di coprirsi dall'eventuale insolvenza di un debitore contro il pagamento di un premio periodico – ritiene opportuno legare l'attivazione del meccanismo di assorbimento delle perdite alle probabilità di *default* della società emittente secondo quanto “percepito o misurato” dal mercato dei *CDs* a copertura dell'emittente *CoCos*¹⁰⁹. Tuttavia, a parziale critica di siffatto parametro, va osservato che solo le società di maggiori dimensioni sono coperte da uno o più *CDs* e, in ogni caso, è necessario che per questi ultimi sussista un mercato sufficientemente liquido che garantisca la continuità degli scambi e la costante formazione del prezzo, di modo che sia sempre possibile osservare l'eventuale superamento della soglia assunta a parametro¹¹⁰.

Peraltro, trattandosi di uno strumento derivato negoziato in mercati non regolamentati, non parrebbe opportuno assumerli a parametro dell'evento attivatore, atteso che il loro valore potrebbe essere facilmente manipolato e non effettivamente ricognitivo dello stato di salute della società di cui sono chiamati a riflettere il livello di solvibilità¹¹¹, sicché eventuali operazioni speculative sul mercato *CDs* potrebbero anticipare o ritardare il verificarsi dell'evento attivatore dei *CoCos*, con ciò derivandone le rilevanti conseguenze già in precedenza illustrate.

Quanto invece all'andamento dei corsi azionari, questi ultimi sembrerebbero maggiormente idonei a fungere da “fonte di informazione” in merito alle condizioni patrimoniali dell'emittente atteso che il loro valore viene definito nell'ambito di mercati liquidi e regolamentati e quindi più trasparenti.

Il primo dato empirico a sostegno del parametro in parola, che lo legittima in misura maggiore rispetto ai *balance sheet triggers*, si rinviene nel fatto che molte società rilevatesi insolventi nel corso della crisi – spesso nella totale indifferenza delle agenzie di *rating* e

¹⁰⁹ Favorevole a tale approccio, O. HART – L. ZINGALES, *A New Capital Regulation for Large Financial Institutions*, in *American Law and Economics Review*, 2011, p. 453 ss.

¹¹⁰ Cfr. COFFEE J.C. JR., *ult. op. cit.*, p. 831, nota 102, il quale individua un ulteriore problema correlato all'uso dello *spread* dei *CDs*: “*there is, however, a complication with the use of credit default spreads. Because conversion will reduce the outstanding debt, credit default spreads would be meaningless in the case of the convertible security (as it cannot default). Moreover, the credit default spread on senior, nonconvertible classes of debt might tighten (or at least remain stable) as a mandatory conversion neared, because these assets are benefitted by the conversion (even if the firm's position has deteriorated). Conceivably, a credit default swap could still define conversion as a “credit event” that triggers a payoff to the holder of the credit default swap, but this would represent a windfall if the senior debt holders benefitted from the conversion. Nonetheless, in general, credit default spreads represent an alternative trigger to stock price decline, with either causing a mandatory conversion*”.

¹¹¹ Cfr. C.W. CALOMIRIS – R. J. HERRING, *Why and How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement*, *cit.*, p. 23, i quali precisano che l'inattendibilità dei *Cds* come parametro di riferimento dipenderà anche dal fatto che “*the pricing of risk is not constant over time; an observed spread at one point in the business cycle, under one set of market conditions, can be indicative of a higher level of risk than that same spread observed at another time under a different set of business conditions*”.

dell'autorità di vigilanza – presentavano un grave e persistente declino dei propri corsi azionari, da ciò desumendosi che se si fosse osservato con attenzione l'andamento dei valori di borsa si sarebbero potuto scongiurare tempestivamente l'insolvenza di molte società¹¹².

Tra i punti a favore dell'*equity market value triggers* si rileva come lo stesso configuri un criterio semplice (ovverosia, puntualmente definitivo), trasparente (vale a dire, monitorabile in modo costante)¹¹³ e non discrezionale in quanto il dato numerico del prezzo di mercato delle azioni, ancorché frutto di valutazioni da parte degli operatori¹¹⁴, non appare di per sé opinabile.

A ciò si aggiunga che l'estraneità dei valori azionari dalla diretta influenza della disciplina regolamentare, differentemente da quanto si è visto con riguardo ai *balance sheet triggers*¹¹⁵ o a quanto si dirà con riferimento ai *discretionary triggers*, permette di ridurre la

¹¹² S. AVDJIEV – A. KARTASHEVA – B. BAGDANOVA, *CoCos: a primer, cit.*, p. 45, secondo cui “*market-value triggers could address the shortcoming of inconsistent accounting valuations. These triggers are set at a minimum ratio of the bank’s stock market capitalisation to its assets. As a result, they can reduce the scope for balance sheet manipulation and regulatory forbearance*”.

¹¹³ In tesi, ne deriva poi che i *CoCos* potranno scontare un minor tasso d'interesse posto che il rischio assunto dall'investitore risulta essere maggiormente ponderabile. A titolo esemplificativo, si può immaginare che dato un determinato valore di mercato delle azioni alla data di emissione dei *CoCos* pari a € 100, la probabilità che l'evento conversione si verifichi dipenderà dalla soglia dei corsi azionari assunta a parametro: nel caso di *high trigger* diminuzione oltre il € 60; nel caso di *low trigger* diminuzione oltre € 25.

¹¹⁴ In senso critico si sono espressi S. STRONGIN – A. HINDLIAN – S. LAWSON, *Ending “too big too fail”*, cit., p. 10, sull'assunto che la capitalizzazione delle società quotate è strettamente correlata alle risultanze contabili, atteso che è inverosimile che il mercato possieda maggiori informazioni riguardo lo stato della società: “*market triggers are also being considered. They are technically very interesting, but they suffer from two critical flaws. First, they reflect no better information than do public accounting statements. Thus they may create incentives for managements to try to conceal problems from the market, hoping to earn their way out of trouble but potentially just exacerbating problems instead. Second, market-based triggers can easily create or intensify instability because of the way they are heeded in the market. For example, experience with similar “barrier options” (an option whose intrinsic value changes dramatically upon breaching a specific price level) suggests that the hedging associated with holding such options is likely to force a market trigger to be breached. Clearly a trigger should be pulled because a firm is at serious financial risk, not because of the hedging needs of its continent capital holders*”. Tale tesi non pare essere del tutto condivisibile in quanto, da un lato, il valore di mercato incorpora non solo le valutazioni storiche e/o attuali ma tiene conto anche delle prospettive di crescita o delle eventuali perdite. Inoltre, attesa la mutevolezza dei criteri contabili anche in funzione di specifiche scelte di politica legislativa, si ritiene che in generale il giudizio del mercato sia maggiormente indipendente da eventuali pressioni. Pertanto, anche in condizioni di patrimonializzazione formalmente adeguate, il mercato potrebbe comunque sanzionare un determinato intermediario. Ad esempio, si immagini che una grave crisi del settore immobiliare possa arrecare un grave pregiudizio al sistema bancario, sicché le autorità di vigilanza, riducano i criteri di ponderazione in relazione ai mutui garantiti da ipoteca, così rendendo meno oneroso per le banche la valutazione di tali tipi di *assets*. In tal modo, le banche potrebbero risultare ugualmente (o meglio) patrimonializzate, tuttavia, il mercato potrebbe non confidare su tali risultanze, così facendo l'evento conversione.

¹¹⁵ R.L. MCDONALD, *Contingent Capital with a Dual Price Trigger*, 2010, cit., p. 2, il quale osserva che “*the use of market-based triggers, with no reliance on accounting numbers, means that conversion is unaffected by accounting rule reinterpretations or changes. Making conversion automatic and based only on market prices should reduce pressure on regulators and the accounting community at critical times. Also, private information of either the firm or the regulator has no bearing on the conversion decision*”.

pressione sugli organi di vigilanza all'approssimarsi dell'evento attivatore, posto che, anche se sollecitati, nulla potranno fare per impedire il suo verificarsi.

A fronte di tale semplicità concettuale, non mancano però profili di criticità che, al lato pratico, possano incidere sulla validità del *trigger* in discorso.

Preliminarmente, va evidenziato che il riferimento al valore di mercato delle azioni potrà essere assunto come *trigger* solamente di società quotate, dovendosi quindi escludere dal bacino dei potenziali beneficiari tutte le società cd. "chiuse" (si pensi, in particolar modo, alle banche di Credito Cooperativo).

Si osserva poi che i prezzi di mercato delle azioni sono soggetti a grande volatilità e spesso senza alcuna stretta correlazione con il singolo emittente¹¹⁶. Pertanto, c'è il rischio che abbia luogo un'attivazione anticipata del meccanismo di assorbimento delle perdite senza che ne sussista l'effettiva necessità, con indubbio pregiudizio per tutte le parti interessate¹¹⁷.

Un ulteriore problema derivante dal ricorrere al valore di mercato delle azioni, si rinviene nell'eventuale manipolazione del prezzo mediante operazioni speculative finalizzate a "spingere" il prezzo delle azioni al ribasso per attivare il *trigger* (c.d. *short selling*)¹¹⁸. L'interesse ad intraprendere tale tipo di operazioni può sussistere sia per gli azionisti sia per i titolari di strumenti *CoCos*, a seconda del tipo di meccanismo di assorbimento delle perdite adottato. Come già a suo tempo si è illustrato, nel caso di *CoCos* con clausola *write-down* vi è un forte interesse da parte dei soci a favorire l'evento conversione, atteso che in tal caso opera un trasferimento di ricchezza a loro favore senza alcun pregiudizio (salvo, un danno reputazionale che potrà impattare sull'onerosità delle future emissioni). Tale interesse dei soci risulta confermato anche nell'ipotesi di *conversion into equity CoCos* allorché il rapporto di

¹¹⁶ Eventuali crisi macroeconomiche potrebbe indurre molti investitori, in condizioni di panico, a cedere in modo massivo le loro azioni, indifferentemente da una puntuale giudizio sulle condizioni patrimoniali del singolo intermediario. L'ipotesi in esame può essere apprezzata considerando la crisi dei debiti sovrani in corso negli anni 2011 e 2012 in cui all'andamento negativo dei titoli bancari non corrispondeva un altrettanto ed automatico deterioramento del *capital ratio* dell'ente di credito in questione.

¹¹⁷ Si è asserito che, nel caso di un generalizzato andamento negativo dei corsi azionari con contestuale illiquidità, la conversione potrebbe peraltro operare non tempestivamente in quanto si avrebbe una generalizzata e simultanea conversione dei *CoCos* in circolazione allorché la crisi di liquidità si è già prodotta riducendosi quindi la sua utilità in chiave preventiva. G.M. VON FURSTENBERG, *Concocting Marketable Cocos*, cit., p. 17.

¹¹⁸ In concreto, uno speculatore potrebbe acquistare sul mercato i *CoCos* emessi da una banca e contestualmente vendere allo scoperto i titoli azionari della stessa società (c.d. *short selling*). Le vendite allo scoperto forzerebbe verso il ribasso il valore delle azioni così permettendo il superamento della soglia di attivazione. A quel punto, l'ipotetico azionista-speculatore otterrebbe un immediato vantaggio in quanto il valore reale delle sue azioni risulta essere incrementato; al contrario, nel caso di speculazione posta in essere dal titolare di *CoCos*, lo stesso, divento azionista, potrebbe rivendere le sue azioni sul mercato una volta che queste abbiano riacquisito il suo valore corretto. Per il titolare degli strumenti *CoCos* il profitto sarà massimo se chiuderà la vendita allo scoperto alla data del verificarsi del trigger event in quanto il prezzo di riacquisto delle azioni è minimo, e successivamente si limiterà a vendere le azioni ottenute con la conversione dei titoli *CoCos*.

cambio *CoCos*-azioni non sia di tipo diluitivo. In caso contrario, può invece esservi un forte interesse da parte dei titolari dei *CoCo Bonds* ad indurre tale evento in quanto opera un trasferimento di ricchezza a loro favore¹¹⁹.

Per ridurre il suesposto rischio di *short selling* sulle azioni della società sono state proposte alcune precauzioni.

La prima, estremamente semplice ma potenzialmente efficace, è quella di fissare la soglia del *trigger event* come valore medio ponderato di negoziazione delle azioni in rapporto ad un determinato lasso di tempo (ovvero, circa 30 giorni). In tesi, l'eventuale manipolazione mediante *short selling* dovrebbe essere scongiurata in quanto, in base all'analisi dei dati empirici, non sembra possibile protrarre per lungo tempo l'attività speculativa in quanto la stessa risulterebbe eccessivamente onerosa ed idonea a frustrare qualunque successivo profitto. Inoltre, in tale lasso temporale, se del caso, le autorità di vigilanza dei mercati potrebbe agire per inibire la facoltà di vendita allo scoperto¹²⁰ ed allo stesso tempo la società o banca emittente potrebbe godere di un margine temporale sufficiente per aumentare il capitale affinché, in via diretta, sia resa più onerosa la manipolazione, nonché, in via indiretta, risulti limitato l'effetto diluizione¹²¹.

La seconda precauzione, volta ad anestetizzare eventuali condotte manipolative da parte dei titolari di *CoCos*, oltre a prendere in considerazione l'ipotesi del prezzo medio di un dato lasso temporale, suggerisce di prevedere una conversione frazionata con sorteggio dei titoli da

¹¹⁹ R.L. MCDONALD, *Contingent Capital with a Dual Price Trigger*, 2010, disponibile al sito www.ssrn.com, p. 9, ipotizzano che la società per fronteggiare l'eventuale conversione diluitiva possa sostenere i corsi azionari acquistando le proprie azioni. Tuttavia, lo stesso Autore riconosce che tale eventualità possa essere assai remota, atteso che se il mercato sospettasse la vera finalità di tale operazione, il prezzo delle azioni potrebbe comunque diminuire ovvero non aumentare.

¹²⁰ Si noti infatti che dal 1° novembre 2012 è in vigore il Regolamento europeo sullo *short selling* (Regolamento (UE) n. 236/2012), che introduce obblighi di segnalazione delle posizioni nette corte sopra una certa soglia e alcune limitazioni alle vendite allo scoperto degli strumenti finanziari.

¹²¹ In tale perimetro vi è chi consiglia di definire il *market trigger* come rapporto tra il valore medio del prezzo delle azioni rilevato per periodo di novanta giorni e la somma tra il valore di mercato delle azioni con il valore nominale del debito della società. Tale rapporto è stato denominato "*quasi market value of equity ratio*" (o più brevemente, *QMVER*) e si propone di limitare la rilevanza delle eventuali fluttuazioni del prezzo di mercato delle azioni assumendo a riferimento la media ponderata di negoziazione e, al contempo, di ridurre l'esclusiva rilevanza della capitalizzazione di mercato rapportando tale valore con il valore nominale del debito sociale. Id., p. 25, n. 13, precisano che si rende opportuno utilizzare il valore nominale del debito posto che "*given the practical difficulties of pricing bank debt on an on-going basis, and given the fact that, in equilibrium, the structure of CoCos we propose would result in little risk of conversion, we believe it is not worthwhile to attempt to price bank debt when determining the denominator of the QMVER, hence our reliance on a "quasi" market value of equity ratio, rather than a true one. Because the market value and face value of debt are likely to remain reasonably close to one another, we do not regard this as an important deficiency. Furthermore, one can argue that using the face value of debt when setting a QMVER trigger is conservative, since it does not allow the ratio to rise as the result of decreases in the value of debt related to increased default risk*".

rimborsare, sull'assunto che l'incognita circa l'effettiva possibilità di ottenere le azioni renderebbe l'attività dello *short-seller* estremamente rischiosa e potenzialmente diseconomica.

In siffatta prospettiva, una soluzione assai radicale vorrebbe che i *CoCos* fossero sottoscritto solo da investitori istituzionali, di natura non bancaria, a cui dovrebbe essere simultaneamente proibito di vendere allo scoperto azioni della banca emittente¹²².

Infine, si è osservato che l'emissione di *CoCos* con *market value trigger* e con rapporto di conversione particolarmente diluitivo per i soci (pertanto con trasferimento della ricchezza a favore degli obbligazionisti) possa soffrire di un c.d. "*multipla equilibria problem*"¹²³ nel prezzare le azioni da parte del mercato. Di conseguenza, si è affermato che non dovrebbe coesistere nello stesso strumento un *trigger* basato su valori di mercato ed un rapporto di conversione favorevole agli obbligazionisti posto che, in tal caso, anche in assenza di rilevanti modifiche patrimoniali, si potrebbero contestualmente avere due distinti valori di mercato per la medesima azione generando un problema di equilibrio in ordine al prezzo di mercato delle stesse¹²⁴. Tuttavia, a confutazione di tale tesi, si è rilevato che non vi è nessun disequilibrio se, da un lato, il *trigger* fosse basato su valori medi di mercato per un determinato lasso temporale e

¹²² C.W. CALOMIRIS – R.J. HERRING, *Why and How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement*, cit., p. 27, i quali precisano che *That prohibition would not limit short-selling in a bank's equity, but it would prevent CoCo holders from coordinating a short-selling strategy designed to force CoCo conversion*". Aderisce a tale impostazione anche M.J. FLANNERY, *Stabilizing large finanziaria institution with contingent capital certificates*, Working Paper, 2009, p. 20.

¹²³ Tale tesi è stata sostenuta in particolare da S. SUNDARESAN – Z. WANG, *Design of Contingent Capital with stock price trigger for conversion*, 2010. Inoltre, Cfr. M. FLANNERY, *Contingent Capital Instrument for Large Financial Institutions: A Review of the Literature*, 2013, cit., p. 14.

¹²⁴ Il problema è chiaramente illustrato da G. PENNACCHI – G. VERMAELEN – C.P. WOLF, *Contingent Capital: The Case for COERCs*, 2011, disponibile al sito www.lse.ac.uk, p. 8 ss., laddove "Assume that a highly levered firm (bank) has assets with a value of $A = \text{firm's liabilities consist of senior debt (deposits) worth } D = \$1,000$, a *CoCo* par value of $B = \$30$, and common shareholders' equity worth $S \times n_0 = \$70$, stock price per share and n_0 is the number of shares outstanding. Let the outstanding be $n_0 = 7$, so that the stock price is currently $\$10$. To simplify suppose that prior to conversion, the market value of the *CoCo* bond, V , value, B , so that changes in the firm's assets affect only the stock price. assumption later when the *CoCo* bond's value, V , is permitted to differ due to possible default losses. For now, with the assumption that $V = B$ conversion, the market value of total capital, $S \times n_0 + V = S \times n_0 + B$, varies stock price movements. Our numerical example assumes that the conversion depends only on the stock price, but later we consider a trigger based on of total capital, $S \times n_0 + V$. Assume also that the *CoCo* converts when the falls to $\$5$, and the conversion price is also $\$5$.

Suppose there is an unjustified panic, or a manipulation through short sales the *CoCo* investors, which makes stock price fall to $\$5$ per share. Hence, value of equity drops to $\$35$. *CoCos* will convert into 6 shares of common the total number of shares increases to 13. However, if *CoCo* investors the true value of the firm's assets is still $\$1,100$, then they know that the of *CoCo* investors' and shareholders' stakes is $\$100$, which means that stock value is $\$100/13 = \7.69 per share. The gain to the *CoCo* investors – $\$30 = \16.15 or a gain of 54% relative to the bond's market value of $\$5$ conversion. This gain, of course, comes at the expense of the original shareholders now own 7 shares trading at $\$7.69$ rather than $\$10$, a loss of $\$16.15$. Note assumed that the conversion price is equal to the trigger price. This means number of shares that bondholders receive at conversion is fixed at 6. In proposed structures, such as Flannery (2009a), the bondholders would receive contemporaneous market value of shares equal to the bonds' face value. as the stock price drops, the bondholder receives more shares, a feature increase the profits from shorting-and-converting and could create a "death spiral".

non come stato momentaneo; dall'altro, se la banca avesse sempre la possibilità di aumentare il capitale prima della conversione, ovverosia, non appena il prezzo di mercato delle azioni inizia ad avvicinarsi alla soglia di attivazione.

7.2. Le condizioni di conversione discrezionali (c.d. “discretionary triggers”)

Proseguendo nel nostro studio, ci si deve soffermare a considerare i c.d. *triggers discrezionali* la cui attivazione opera esclusivamente in base ad una valutazione discretiva da parte di un soggetto terzo e può trovare particolare ragion d'essere per quelle società (quali le banche) che sono sottoposte alla vigilanza di una pubblica autorità la quale dispone di effettivi poteri di controllo e possiede un'adeguata struttura organizzativa per valutare l'adeguatezza patrimoniale dell'emittente¹²⁵.

In tesi il tipo di evento attivatore in discorso vorrebbe garantire che l'autorità di vigilanza possa “far scattare” il meccanismo di assorbimento delle perdite sulla base di un suo insindacabile giudizio che dovrebbe tenere conto anche della possibilità di intraprendere strade alternative, rispetto alla conversione o alla svalutazione dei titoli *CoCos*, per il risanamento dell'emittente (ad esempio, aumento del capitale, cessione dell'azienda, vendita della società o fusione della stessa, ecc...) ¹²⁶.

Sul piano operativo va rilevato che l'imprevedibilità correlata al potere accordato al terzo – che incide sulla minore trasparenza e prevedibilità – può creare incertezza in merito a quando avrà luogo in concreto l'assorbimento delle perdite¹²⁷. Tale incertezza, fatta salva l'eventualità che le modalità di esercizio di tale potere di attivazione del *trigger event* vengano preventivamente delimitate (per esempio, prevedendo che la dichiarazione dell'autorità possa operare allorché si sia accertata una situazione di deficit patrimoniale oltre una determinata soglia), potrà andare a riverberarsi sulla domanda di strumenti *contingent capital*, sul tasso d'interessi che dovrà essere riconosciuto agli investitori nonché sull'effettiva negoziabilità dello strumento¹²⁸.

¹²⁵ S. AVDJIEV – A. KARTASHEVA – B. BAGDANOVA, *CoCos: a primer, cit.*, p. 45 ss., “*discretionary triggers, or point of non-viability (PONV) triggers, are activated based on supervisors’ judgment about the issuing bank’s solvency prospects*”.

¹²⁶ Sul punto si veda *infra sub* cap. 2, par. 10, laddove si dà conto dei poteri di svalutazione accordati dalla Direttiva 2014/59/UE alla c.d. “autorità di risoluzione”.

¹²⁷ In linea teorica, l'autorità di vigilanza potrebbe attivare il meccanismo di assorbimento delle perdite anche in assenza di una giustificazione contabile o finanziaria da cui desumere l'eventuale stato di crisi della società.

¹²⁸ L'attribuzione all'autorità di vigilanza del diritto di attivare il meccanismo di assorbimento delle perdite può agevolare l'attività di gestione della crisi posto che la facoltà in parola si andrebbe ad aggiungere agli altri poteri di vigilanza e di risoluzione della crisi. L'autorità di vigilanza, attraverso la riduzione del passivo per mezzo dell'attivazione del meccanismo di assorbimento delle perdite, potrebbe

A corollario di ciò, va però osservato che la discrezionalità è di sicuro insensibile alle eventuali manovre speculative sui valori di mercato delle azioni ed al contempo permette di superare eventuali condotte opportunistiche da parte di eventuali soggetti speculatori. Tuttavia, non si può sottacere come le stesse autorità di vigilanza possano spesso subire forti influenze di carattere politico¹²⁹ o dai principali operatori del mercato. Parimenti, va evidenziato come le informazioni a loro disposizioni non siano altro che quelle che gli vengono trasmesse dagli stessi soggetti vigilati e quindi potenzialmente incomplete o non pienamente veritiere¹³⁰.

Infine si rileva che dal lato degli investitori il tipo di *trigger* in parola non trova ampi consensi in quanto non hanno modo di tutelarsi o assicurarsi avverso l'esercizio della facoltà di attivazione da parte dell'autorità di vigilanza in ragione dell'imprevedibilità delle determinazioni che la stessa andrà in futuro ad assumere¹³¹.

Nonostante le predette criticità, si evidenzia che il *discretionary trigger* ha comunque trovato ampio consenso nella scelte di politica-regolamentare degli enti di credito¹³² (sia in ambito internazionale che nazionale), e conseguentemente anche nella prassi dei mercati¹³³.

agevolare – rendendole meno onerose – eventuali operazioni di “salvataggio”. Sul punto si ritornerà *infra sub cap. 2*, par. 8.

¹²⁹ A tal proposito, si noti che in alcuni ordinamenti le Autorità di Vigilanza sono di diretta nomina governativa e legate a doppio filo con le scelte di carattere politico. Estremamente critico circa l'adozione dei *trigger* discrezionali, G.M. VON FURSTENBERG, in *Mega-Banks' Self-Insurance with Cocos: a work in progress*, Hong Kong Institute for Monetary Research, 2012, disponibile al sito www.ssrn.com, p. 5, secondo cui “official preference for regulatory discretion over “automatic sprinkler” systems for crisis prevention is unwarranted in view of the initial passivity of regulators and their multiple failings in the run-up to the most recent financial crisis. Regulators have a massive conflict of interest which will make them slow to act against impending disasters for fear of being blamed for stirring them up”.

¹³⁰ Sul punto si veda M. FLANNERY, *Contingent Capital Instrument for Large Financial Institutions: A Review of the Literature*, 2013, disponibile al sito www.ssrn.com, p. 11, il quale evidenzia che “supervisors have tended to accept book accounting ratios that over-state a firm's true loss-absorption capacity, and may be constrained in their ability to take aggressive actions that are inconsistent with regulatory measures of solvency”.

¹³¹ A. ERIKSSON – H. MCVEA, *The vexed issue of bankers' pay: is it now time for cocos?*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2013, p. 103, i quali rilevano che “in principle, although regulators could also be given the discretionary authority to force conversion of CoCos, such a power would be likely to make the instruments extremely difficult to market, since the probability of conversion would become even more unpredictable”.

¹³² Cfr. OFFICE OF SUPERINTENDENT OF FINANCIAL INSTITUTIONS (OSFI), “Advisory: Non-Viability Contingent Capital”, agosto 2011, disponibile al sito www.osfi-bsif.gc.ca, p. 2, “The contractual terms of all Additional Tier 1 and Tier 2 capital instruments must, at a minimum, include the following trigger events: a. the Superintendent of Financial Institutions (the “Superintendent”) publicly announces that the DTI has been advised, in writing, that the Superintendent is of the opinion that the DTI has ceased, or is about to cease, to be viable and that, after the conversion of all contingent instruments and taking into account any other factors or circumstances that are considered relevant or appropriate, it is reasonably likely that the viability of the DTI will be restored or maintained”. Nell'ambito della disciplina comunitaria, va rilevato che gli art. 60 della Direttiva 2014/59/UE (c.d. *Bank Recovery and Resolution Directive*) accorda espressamente un potere assoluto e discrezionale all'Autorità di Vigilanza circa la possibilità di falcidiare eventuali passività (quindi anche al di là degli strumenti CoCos emessi) allorché non sia più possibile garantire la continuità (c.d. “point of non-viability”); sul punto si veda *infra sub Cap. 2*, par. 9.

La ragione di ciò, come si esporrà in seguito, trova ragion d'essere in due ordini di motivi. Il primo, attiene al fatto che le autorità di vigilanza sono chiamate in prima linea a gestire e risolvere la crisi degli istituti di credito, pertanto, vogliono poter disporre di un ampio ventaglio di strumenti operativi e di poteri per il conseguimento di tale obiettivo¹³⁴. Il secondo muove invece dalla già richiamata premessa secondo cui il salvataggio delle banche deve passare attraverso il c.d. *bail-in* (escludendo il c.d. *bail-out*), sicché risulta necessario che gli strumenti finanziari ammessi nel patrimonio di vigilanza, come i *CoCos* aspirano, possano essere liberamente “comprimibile”, in particolar modo a richiesta dell'autorità di vigilanza¹³⁵.

7.3. Trigger events complessi (c.d. “dual triggers” o “systemic triggers”)

Da ultimo, è opportuno sofferarsi a considerare i *trigger events* multipli (anche noti come “*dual triggers*” o “*systemic triggers*”) secondo i quali il meccanismo di assorbimento delle perdite si deve attivare solamente a seguito del verificarsi di almeno due condizioni le quali possono essere entrambe di tipo meccanico, ovvero, una di tipo meccanico e l'altra discrezionale¹³⁶.

Segnatamente, i *triggers* complessi possono presentarsi come l'unione di un *trigger* meccanico (inteso sia *market value trigger* che *balance sheet trigger*) e di uno discrezionale, oppure, di due *triggers* meccanici.

¹³³ Si veda per esempio *Bank of Cyprus*, prospetto emissione del 5 aprile 2011, disponibile al sito <http://www.bankofcyprus.com>, p. 22, laddove si prevede che “*Contingent Event means the Bank given notice that either (...) (ii) the Central Bank of Cyprus determines that the Bank is in non-compliance with any required regulatory capital adequacy ratio thresholds specified in the Applicable Banking Regulations. (...) Based on the assessment of the financial and solvency situation of the Bank, the Bank may determine in consultation with the Central Bank of Cyprus or the Central Bank of Cyprus may require in its sole discretion, that a breach of the minimum Core Tier 1 Ratio, Common Equity Tier 1 Ratio or Total Capital Ratio, as the case may be, is likely in the near future and thus a Contingency Event Conversion shall take place*”.

¹³⁴ Per approfondimenti gli strumenti di salvataggio delle banche ai sensi della *Bank Recovery and Resolution Directive*, cfr. *infra sub* Cap. 2, par. 6

¹³⁵ Sul punto si ritornerà *infra sub* Cap. 2, par. 11.1.

¹³⁶ Cfr. S. AVDJIEV – A. KARTASHEVA – B. BAGDANOVA, *CoCos: a primer*, cit., p. 44, secondo cui “*in case of multiple triggers, the loss absorption mechanism is activated when any trigger is breached*”. Bisogna distinguere i *triggers* complessi in esame dalle ipotesi in cui vengono previsti più *triggers* singoli tra loro alternativi; difatti, in tali casi, il verificarsi di uno fra quelli previsti comporta l'attivazione del meccanismo di assorbimento delle perdite. A titolo esemplificativo si veda il prospetto di emissione di *Credit Suisse*, riportata da H.J. ALLEN, *Cocos Can Drive Markets Cuckoo*, in *The Lewis & Clark Law Review*, 2012, p. 139 ss., “*the instruments will convert to equity on the earlier of (i) a determination by Credit Suisse's regulator that Credit Suisse "requires public sector support to prevent it from becoming insolvent, bankrupt or unable to pay a material amount of its debts, or other similar circumstances," and (ii) the fall of Credit Suisse's ratio of common equity to risk-weighted assets below 7%. The formula for conversion was established at the time of issuance*”.

In tesi, il ricorso al sistema di un doppio *trigger* è stato proposto da quella letteratura¹³⁷ che pur favorevole al c.d. *market based trigger* tuttavia vuole attenuarne le esternalità negative, in particolar modo evitando che singole e transitorie crisi di mercato o dell'emittente possano portare ad un ingiustificata attivazione del meccanismo di assorbimento delle perdite.

Una delle principali forme di *dual trigger* proposte, suggerisce che la conversione operi se contestualmente si verificano due eventi: (a) il valore di mercato delle azioni scende sotto una predeterminata soglia; (b) un indice rappresentativo del “settore finanziario” scende al di sotto di una soglia predefinita¹³⁸.

La necessità che si verifichino contestualmente due eventi di diversa natura – uno microeconomico e uno macroeconomico – fa sì che gli strumenti *CoCos* in questione diventino strettamente funzionali alla stabilizzazione di una società allorché la stessa sia in crisi e contestualmente abbia anche luogo una congiuntura negativa di mercato.

Di contro, va però osservato che nel caso in cui la crisi dell'emittente si verifichi al di fuori di una recessione del mercato, il *trigger* in esame non si attiva sicché i *CoCo Bonds* non riescono ad intervenire per assorbire le perdite, potendo quindi verificarsi il fallimento della società¹³⁹.

Da un punto di vista della *corporate governance*, va evidenziato che il sistema del *dual trigger* difetta in maniera spiccata della capacità di contrasto del *risk bearing* o del *moral hazard* da parte dei soci e degli amministratori, atteso che il meccanismo di assorbimento delle perdite si attiverà solamente qualora si cumulino una congiuntura negativa e la crisi della

¹³⁷ In particolare, il modello di *trigger* in parola è proposto e sostenuto da R.L. McDONALD, *Contingent Capital with a Dual Price Trigger*, 2013, cit., p. 232, secondo cui “*the dual market trigger structure accomplishes several things:*

- *The conversion of bonds to shares occurs only if there is a widespread fall in the value of financial firm shares. One would expect such a widespread fall during a financial crisis, not at other times.*
- *A dual trigger convertible permits the failure of an institution as long as the financial industry as a whole is performing well. Without a fall in the index, bonds would not convert and the financial institution could go bankrupt. The note can be structured to avoid this.*
- *There would be no regulatory involvement in the conversion decision.*
- *Conversion would not depend upon accounting rules or the institution's reported capital. If the market believed that a bank's assets were worth less than the bank reported, conversion would occur if the share price and index conditions were satisfied”.*

¹³⁸ McDONALD R.L., *Contingent Capital with a Dual Price Trigger*, 2010, disponibile al sito www.ssrn.com, p. 1, “*a form of contingent capital for financial institutions that converts from debts to equity if two condition are met: the firm's stock price is at or below a trigger value and the value of a financial institutions index is also at or below a trigger value*”. Sotto il profilo strettamente finanziario, è verosimile che la minor probabilità che si verifichi l'evento attivatore fa sì che il titolo *CoCos* in questione accordi un minor tasso d'interesse e, di riflesso, risulti meno oneroso per la società emittente.

¹³⁹ Cfr. *Id.*, p. 20, “*the disadvantages of the dual-trigger claim relate primarily to the fact that there is an index trigger. If the index trigger condition were not met, the stock price could fall significantly below the stock price trigger, leading to a situation where it might be profitable to manipulate the index (assuming this is even possible) or to try to force bankruptcy*”. In caso di fallimento, il rimborso dell'obbligazione *CoCos* – quantomeno nel perimetro della disciplina bancaria – sarebbe comunque subordinata rispetto agli altri creditori ancorché non abbia operato la conversione.

singola società e non anche quando la singola emittente incorra in una situazione di stress patrimoniale per essersi allontanata dai principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale.

In definitiva, l'essenziale contestualità tra una crisi sistematica ed una dell'ente riduce in modo irragionevole l'utilità e gli obiettivi correlati all'emissione di *Contingent Capital Bonds*, in quanto accettare il rischio di *default* della società emittente al fine di attenuare il rischio di conversione anticipata o indotta attraverso eventuali manipolazioni rappresenta un costo eccessivo rispetto all'effettivo pregiudizio che si verifica in caso di fallimento della stessa emittente.

8. Il rapporto di conversione (c.d. *conversion ratio*)

Il problema circa la definizione del rapporto di conversione si pone, per ovvie ragioni, esclusivamente in relazione ai *Contingent Capital Bonds* che prevedono l'assorbimento delle perdite mediante conversione del debito rappresentato da titoli *CoCos* in capitale di rischio.

Come si è in precedenza precisato, il rapporto di conversione è la variabile che determina la ripartizione dei costi della conversione (con conseguente trasferimento di ricchezza) tra soci dell'emittente e titolari di strumenti *CoCos* e definisce altresì il grado di diluizione che gli azionisti dovranno sopportare¹⁴⁰.

È ovvio quindi che le implicazioni derivanti dalla definizione rapporto di conversioni siano numerose: nel caso di *market value trigger* la parte negoziale (*i.e.* soci o *CoCos holders*) che beneficia di un trasferimento di ricchezza a sua favore può essere interessata a manipolare i valori al fine di ritardare o posticipare il verificarsi dell'evento attivatore; per esempio, nel caso di *balance sheet triggers*, gli amministratori potrebbero "rivedere" i valori di patrimonializzazione al fine di far scattare l'evento conversione qualora attraverso quest'ultima operi un trasferimento di ricchezza a favore dei soci, oppure, in caso trasferimento di ricchezza a favore di *CoCos holders*, potrebbero occultare perdite al fine di ritardare l'accertamento del *trigger event*.

Per meglio comprendere quanto d'appresso si andrà esponendo, è opportuno ribadire che la conversione non opera tra un numero di titoli ma tra un numero di titoli aventi diverso valore. In particolare, benché in questa sede possa sembrare superfluo, tuttavia, per meglio comprendere la questione che ci occupa, si precisa che a seconda del valore che si assumere a

¹⁴⁰ C. PAZARBASIOGLU – J. ZHOU – V. LE LESLÉ – M. MOORE, *Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features*, cit., p. 11, laddove evidenziano che “an important consideration would be the conversion rate, which determines the burden sharing between shareholders and bondholders. The impact on the incentives to monitor bank management would depend on which party loses most in a conversion: with a high rate of dilution, those who lose are the ex ante shareholders; with little dilution, those who lose are the holders of contingent debt”.

riferimento per le azioni (i.e. valore nominale¹⁴¹, valore reale¹⁴² o valore di mercato¹⁴³) o per i titoli CoCos (i.e. valore nominale¹⁴⁴ o valore di mercato¹⁴⁵) ai fini della definizione del rapporto di conversione, vi saranno diverse ricadute al lato pratico.

Attesa l'eterogeneità di tali valori, è necessario considerare quali siano quelli che è maggiormente opportuno assumere a riferimento per la determinazione del rapporti di conversione dei *CoCos*, avendo sempre a mente però che non si può procedere ad un aumento del capitale non interamente liberato dal valore complessivo del prestito obbligazionario¹⁴⁶.

In primo luogo, quanto ai titoli *CoCos* si rendere opportuno assumere come valore di riferimento quello nominale in quanto, da un lato, è rappresentativo dell'effettiva somma apportata dal *CoCos holder* all'emittente, dall'altro, prendere a parametro il valore di mercato delle obbligazioni potrebbe essere impossibile in assenza di una quotazione degli stessi in un mercato regolamentato e, in ogni caso, ingiustificatamente svilente per gli interessi degli investitori posto che mano a mano che le condizioni patrimoniali dell'emittente dovessero peggiorare tale valore si avvicinerà progressivamente a zero in ragione della rilevante rischiosità che il titolo incorpora¹⁴⁷.

¹⁴¹ Per valore nominale si intende il valore facciale del titolo azionario quale unità di misura minima del capitale sociale.

¹⁴² Il valore reale corrisponde al rapporto tra patrimonio netto ed il numero delle azioni emesse dalla società.

¹⁴³ Il valore di mercato è quello che risulta quotidianamente dai listini di negoziazione e incorpora non solo il valore reale ma anche delle future prospettive delle società emittente. Ovviamente, quest'ultimo valore è riscontrabile solamente nelle società con azioni ammesse alla negoziazione sui mercati regolamentati. A tal proposito si veda, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale 2 – Diritto delle Società*, cit., p. 200 ss.

¹⁴⁴ Anche nei titoli obbligazionari è presente un valore nominale che tendenzialmente corrisponde all'importo versato alla società all'atto della sottoscrizione. Fanno eccezione le obbligazioni c.d. emesse con disaggio, ovverosia, per un importo minore rispetto a quello indicato nel titolo, in cui il rimborso degli interessi a luogo alla scadenza unitamente al capitale mediante il rimborso dell'intero importo facciale del titolo. In ragione della discrasia tra importo versato e valore del credito vantato dall'investitore, si ritiene che i *CoCos* con clausola di conversione, se emessi con disaggio, potranno convertirsi purché le azioni da emettere in sede di conversione non eccedano il credito che spetterebbe agli obbligazionisti a titolo di rimborso stesse per il caso di mancata conversione, pena la violazione del disposto dell'art. 2346, quinto comma, c.c.

¹⁴⁵ Qualora il titolo venga ammesso alla quotazione, è rinvenibile un valore di mercato equivalente al prezzo di negoziazione. Il prezzo di negoziazione delle obbligazione nel c.d. mercato secondario, dipende da diversi fattori, tra i quali si evidenziano: la vita residua del titolo, l'importo della cedola periodica, i tassi di mercato applicati e il rating della società emittente.

¹⁴⁶ In pratica, non si potrà assegnare in sede di conversione 1 azione di valore nominale pari ad € 1, a fronte di 1 obbligazioni/titolo di valore nominale pari ad € 0,50. In questo caso il capitale non sarebbe effettivamente coperto.

¹⁴⁷ Si noti che non tutte le obbligazioni sono quotate nei mercati regolamentati e che, per di più, se si prendesse a riferimento il valore di mercato vi sarebbe sempre un rilevante trasferimento di ricchezza dagli investitori ai soci, con indiretto incentivo di questi ultimi a porre in essere condotte speculative. A titolo di esempio, si assuma che siano state emessi 10 titoli *CoCos* del valore nominale di € 10 ciascuna, così per totale apporto alla società pari ad € 100. All'avvicinarsi del trigger event il valore di mercato di ciascun titolo sarà di sicuro inferiore al valore nominale posto che gli stessi incorporeranno un rilevante rischio di insolvenza oltre al fatto che verrà meno la cedola periodica; ipotizziamo quindi un valore di

Passando a considerare il valore delle azioni da assumere a riferimento, si nota che il prezzo di mercato (il quale non potrà essere considerato se di importo inferiore rispetto al valore nominale delle azioni, pena la violazione del principio di non emettere azioni non liberate) permette di porre in essere una conversione senza pregiudizio per le ragioni dei *CoCos holders* i quali otterranno un numero x di azioni di valore equivalente al loro originario investimento che, se del caso, potranno rivendere così recuperando quanto originariamente investito¹⁴⁸. Tuttavia, non tutte le società emittenti *CoCos* hanno azioni quotate, sicché in tali casi si dovrebbe assumere a riferimento il c.d. “valore reale delle azioni” il quale, sebbene non agevolmente determinabile, è il parametro maggiormente rappresentativo del complessivo valore patrimoniali della società in un dato momento storico.

Infine, il “valore nominale delle azioni”, se presente (tenuto conto che possono essere emesse anche azioni prive del valore nominale), potrebbe essere in linea generale un valore che genera una conversione estremamente diluitiva e favorisce un rilevante trasferimento di ricchezza dai soci ai *CoCos holders*, soprattutto nei casi di *high trigger*¹⁴⁹.

Ciò fermo restano, con particolare riguardo al prezzo di mercato e al valore reale occorre altresì interrogarsi in ordine a quale data tali valori vadano rilevati (vale a dire, il giorno dell'emissione, quello dalla conversione oppure un diverso momento), posto che gli stessi mutano quotidianamente.

Attesa l'eterogeneità delle variabili in esame, si sono registrati orientamenti contrastanti¹⁵⁰ in merito a quali siano i criteri da assumere a riferimento del concambio ed è

mercato pari a € 4 (il valore complessivo sarebbe $4 \times 10 = € 40$). A prescindere dal valore delle azioni che si andrà ad assumere a riferimento nel concambio, è evidente che se assumessi a riferimento quest'ultimo valore vi sarebbe un trasferimento di ricchezza a favore della società pari a € 60 ; ovvero, alla società è stato versato € 100 ma in sede di conversione viene assunto a riferimento un valore molto più basso pari a € 40, permettendo alla stessa di arricchirsi della differenza.

¹⁴⁸ Riprendendo l'esempio di cui alla nota precedente: ipotizziamo che il valore di mercato dell'azione sia € 5. Orbene, dividerò il valore nominale dei *CoCos* per il valore di mercato delle azioni: $€ 100 \div € 5 = 20$ azioni. Potrei venderle sul mercato ed ottenere il relativo controvalore. Viceversa, se avessi preso a riferimento il valore di mercato dei *CoCos* avrei ottenuto solo 8 azioni ($€ 40 \div € 5 = 8$).

¹⁴⁹ Continuando con i valori già utilizzati nelle note precedenti, si immagini che il valore nominale delle azioni sia pari ad € 1, pertanto, se l'assumessimo a riferimento della conversione si avrebbe: $€ 100 \div € 1 = 100$ azioni. Ebbene, se ipotizziamo che valore di mercato delle azioni permanga pari ad € 5, allora i nuovi titolari di strumenti *CoCos* potrebbero rivendere le loro nuove azioni incassando un corrispettivo pari ad € 500, ottenendo un plusvalore rispetto al loro investimento iniziale pari ad € 400. Indubbiamente, siffatto concambio potrebbe incentivare condotte speculative da parte degli stessi investitori in virtù delle rilevanti aspettative di profitto ed in ogni caso comporterebbe una rilevante diluizione delle partecipazioni dei precedenti soci.

¹⁵⁰ Sono favorevoli ad una conversione diluitiva: C.W. CALOMIRIS – R. J. HERRING, *ult. op. cit.*, p. 1; WOLF A. KAAL., *Contingent Capital in executive compensation*, in *Washington and Lee Law Review*, 2012, p. 1827, nota 14; J.C. COFFEE JR., *Systemic risk after Dodd-Frank: Contingent capital and the need for regulatory strategies beyond oversight*, *cit.*, p. 806; T. HUERTAS, “*Too Big to Fail, Too Complex to Contemplate: What to Do about Systemically Important Firms*”, *cit.*, p. 5; S. STRONGIN – A. HINDLIAN – S. LAWAON, *Ending “too big too fail”*, *cit.*, p. 8; R. RAJAN, *More Capital Will Not Stop the Next Crisis*, in *Financial Times*, 1 ottobre 2009; W.A. KAAL – C.K. HENKEL, *Contingent Capital with Sequential*

difficile individuare una corrente preponderante posto che anche il rapporto di conversione andrà determinato a seconda dell'intensità degli obiettivi che si mira a conseguire attraverso l'emissione, tra i quali si possono ricordare: (i) la ricerca di un maggiore o minore effetto diluizione dei diritti dei già soci ed il contenimento di eventuali condotte speculative; (ii) il tipo di *trigger event* adottato¹⁵¹; (iii) la presenza di eventuali "elementi o meccanismi accessori" alla struttura del *CoCos*¹⁵²; (iv) la disciplina normativa di fatto applicabile agli strumenti *CoCos*¹⁵³.

Nei successivi paragrafi si andranno quindi a delineare i principali tipi di rapporti di conversioni proposti dalla letteratura e rilevati nella prassi, indicando – in estrema sintesi – per ciascuno di essi i vantaggi e gli svantaggi per i titolari di strumenti *CoCos* e per i soci.

In particolare, in letteratura possono essere individuati due diversi metodi – tra loro estremi – di determinazione del rapporto di cambio: (a) conversione sulla base del rapporto tra *CoCos* e azione definito al momento di emissione del titolo (c.d. *fixed shares conversion*); ovvero, (b) conversione sulla base del rapporto tra *CoCos* e azioni al momento della conversione (c.d. *fixed dollar conversion*). All'interno di ciascuno di essi possono però essere individuate alcune varianti che permettono di attenuarne le eventuali esternalità.

8.1. Il rapporto di conversione predeterminato all'atto dell'emissione (c.d. "fixed shares")

La prima ipotesi che viene in esame è quella in cui il rapporto di conversione è definito già in sede di emissione con la preventiva individuazione del numero di azioni che verrà assegnato in sede di conversione (c.d. *fixed shares conversion*).

Triggers, in *San Diego Law Review*, 2012, p. 232 ss.. Propongono invece una conversione in una predeterminata quantità di azioni: SQUAM LAKE WORKING GROUP, *An Expedited resolution mechanism for distressed financial firms: Regulatory hybrid securities*, cit., p. 5. Propone invece una conversione in un numero predeterminato di azioni ma con disagio (ovverosia, il valore dei titoli azionari è minore del valore del valore dei *CoCos* detenuti): R.L. McDONALD, *Contingent Capital with a Dual Price Trigger*, in *Journal of Financial Stability*, 2013, p. 231 ss.. Contrari a qualunque tipo di trasferimento: S. SUNDARESAN – Z. WANG, *Design of Contingent Capital with stock price trigger for conversion*, cit., p. 24 secondo cui "The conversion ratios must ensure that, at the equity trigger, there are no value transfers between equity holders and CC investors".

¹⁵¹ In via tendenziale, basti pensare che nel caso di *balance sheet trigger* ovvero di *trigger* discrezionale, la previsione di un rapporto di conversione diluitivo presenta meno esternalità (sebbene non del tutto assenti) rispetto al caso di *market value trigger*. In quest'ultima ipotesi, invece, come si è già visto, si rende assolutamente necessario evitare eventuali condotte speculative possano arbitrariamente indurre l'evento conversione.

¹⁵² Cfr. *supra* nota n. 75 in punto di strumenti *Contingent Capital* COERC.

¹⁵³ Talune disposizioni regolamentari impongono che gli strumenti *CoCos* accordino sempre all'autorità di vigilanza il diritto a convertire il debito *CoCos* in capitale di rischio, anche in via cumulativa con altri tipi di *trigger*. In tal ultimo caso, potrebbero essere previsti due diversi meccanismi di conversione a seconda del tipo di *trigger* che viene attivato (per esempio, rapporto diluitivo nel caso di attivazione ad opera dell'autorità di vigilanza, ovvero, non diluitivo se l'altro *trigger* è di tipo *market value*).

Pertanto, in tal caso, a fronte di un valore nominale dell'obbligazione *CoCos* pari ad “x”, il *conversion ratio* verrà stabilito assegnando un valore “y” alle azioni il quale potrà essere pari al valore nominale, al prezzo di mercato o al valore reale delle azioni alla data di emissione, oppure, un diverso valore convenzionalmente pattuito (per esempio, il prezzo-soglia di mercato a cui avrà luogo il *trigger*¹⁵⁴).

In siffatta prospettiva, tutti i soggetti coinvolti (in particolar modo, gli investitori ed i soci) conoscono fin dall'inizio quale sarà il numero di azioni che riceveranno in sede di conversione e tale rapporto, salvo rinegoziazione, non potrà successivamente cambiare.

I titolari di strumenti *CoCos* saranno quindi esposti ad un alto rischio di *equity* in quanto (soprattutto nel caso in cui venga assunto a riferimento il valore di mercato delle azioni alla data di emissione) si trovano ad avere lo stesso profilo di rischio degli azionisti¹⁵⁵. L'effetto diluizione gravante sugli azionisti è invece limitato in quanto conoscono *ex ante* quale sarà la percentuale di diluizione che dovranno subire e, dal loro punto vista, è come se i titolari di strumenti *CoCos* avessero sottoscritto un aumento di capitale a termine (in effetti, tutti i dati circa la conversione sono noti, salvo la data in cui la stessa si verificherà)¹⁵⁶.

Ne discende che il rapporto di conversione in parola non è tendenzialmente idoneo a ridurre il *moral hazard* (ovvero, il *risk taking*) nella gestione sociale in quanto i soci – d'intesa con gli amministratori¹⁵⁷ – non avranno particolare interesse ad impedire il verificarsi

¹⁵⁴ Va rilevato che il prezzo-soglia in cui opera il *market value trigger* non è detto che corrisponda sempre al prezzo di mercato che le azioni avranno alla data in cui verrà effettivamente eseguita la conversione. Ad esempio, si pensi al caso in cui venga previsto che la conversione operi allorché il prezzo di mercato delle azioni scenda sotto ad € 20; il giorno successivo le azioni potranno quotare un importo anche inferiore pari ad € 18 sicché l'investitore *CoCos* ottiene un titolo che vale € 18 benché lui lo “comprì” a € 20. Tale fenomeno può essere ancora più accentuato nel caso in cui venga previsto che la conversione abbia luogo se il prezzo medio di mercato delle azioni sia sotto un preindividuata soglia per un determinato lasso di tempo. Decorso il periodo di riferimento, nulla esclude che la quotazione delle azioni sia ben al di sotto del prezzo-soglia convenuto (mutuando i valori dal precedente esempio, il prezzo potrà essere pari ad € 13). Pare inoltre di poter affermare che, a differenza di quanto si andrà esponendo nel successivo paragrafo, il tipo di concambio in esame permetta di superare agevolmente il problema derivante dai c.d. “resti di conversione”, in quanto sarà sufficiente assegnare un valore alle azioni che sia perfettamente divisibile con il valore nominale dell'azione.

¹⁵⁵ Infatti, sono entrati nella società sottoscrivendo 1 obbligazione di valore € 1 quando 1 azione della società aveva valore di mercato pari ad € 1, e si trovano ad diventare azionisti quando il valore di mercato di un'azione è pari ad € 0,5. Pertanto, a fronte di un conferimento pari a € 1 riceveranno 1 azione di valore 0,5 (nel caso in cui si fosse fatto ricorso ad un *conversion ratio* definito al momento della conversione, avrebbero ottenuto 2 azioni di valore pari ad € 0,5 ciascuna).

¹⁵⁶ Cfr. SORRENTINO S., *Basilea III e Contingent Capital: Occasione mancata o falsa panacea?*, cit., p. 37 ss.

¹⁵⁷ In tale contesto, i soci trovano facile appoggio negli amministratori i quali, conoscendo *ex ante* come potrebbero mutare (o non mutare) i rapporti di forza a seguito della conversione, avranno un indubbio interesse a continuare a parteggiare per la compagine di maggioranza. Per completezza, va però rilevato che tali conclusioni potrebbero risultare non confermate nel caso in cui il valore complessivo degli strumenti *CoCos* sia particolarmente rilevante rispetto a quello del capitale sociale, visto che, in tal caso, opererebbe comunque una consistente diluizione delle partecipazioni con conseguente mutamento della compagine di controllo.

dell'evento conversione; anzi, all'approssimarsi della crisi avranno sempre un maggior stimolo al *risk shifting* in quanto a seguito della conversione ha luogo tendenzialmente un trasferimento di ricchezza a loro favore con conseguente aumento del valore reale delle azioni.

A ciò si aggiunga che, in ragione del tendenziale trasferimento di ricchezza a favore dei soci che opera il presente tipo *conversion ratio*, le eventuali maggiori o minori esternalità discendenti dal suo uso dipenderanno altresì dalla possibilità, per le ragioni di cui si è detto, di manipolare il *trigger event* ad esso associato¹⁵⁸.

In conclusione, il rapporto di conversione in parola si prefigura assai conveniente per i soci, i quali potranno ponderare al meglio gli effetti derivante dal verificarsi dell'evento conversione. Di converso, va però rilevato, da un lato, che i titolari di strumenti *CoCos* potrebbero subire una rilevante perdite mentre, dall'altro, che alcuni degli obbiettivi associati a tali strumenti, in termine di migliore *corporate governance* e di riduzione dei rischi, potrebbero risultare particolarmente sviliti.

8.2. Il rapporto di conversione definito all'atto della conversione (c.d. "fixed dollar conversion")

Un *conversion ratio* diametralmente opposto a quello testé illustrato, può configurarsi allorché il valore delle azioni assunto a riferimento del concambio coincida con il prezzo di mercato oppure con il valore reale o nominale delle stesse alla data dell'effettiva conversione¹⁵⁹. Pertanto, si avrà che il valore nominale dell'obbligazione *CoCos* pari ad "x" dovrà essere rapportato ad un valore "y", rappresentante il prezzo di mercato oppure il valore reale o nominale delle azioni alla data della conversione, da intendersi come data in cui opera la

¹⁵⁸ Segnatamente, si rileva che l'abbinamento con un *market value trigger* potrà indurre i soci all'appropinquarsi della crisi, a porre in essere operazione speculative per anticipare l'attivazione dell'evento conversione, di guisa da ottenere un immediato trasferimento di ricchezza che sarà maggiore o minore a secondo del valore delle azioni assunto a riferimento del rapporto di conversione rispetto al valore delle azioni al momento della conversione. Inoltre, per quanto possa sembra un'eventualità maggiormente isolata e più ardua da realizzare, anche nel caso in cui si faccia ricorso ai *book value triggers* è parimenti plausibile che – in tal caso – gli amministratori (nell'interesse dei soci) alterino i criteri di valutazione degli *asset* per indurre la conversione, soprattutto, nel caso in cui prezzo di mercato (o il valore reale) delle azioni sia particolarmente basso così ottenendo un rilevante trasferimento di ricchezza. Ovviamente, i rischi (ma, soprattutto, le possibilità) di manipolazione saranno "quasi" del tutto assenti allorché venga applicato esclusivamente un *trigger* discrezionale, ciò non di meno un'eventuale ritardo nel dichiarare il verificarsi dell'evento conversione potrà far sì che il prezzo di mercato delle azioni (o il loro valore reale) sia assai più basso di quello individuato ai fini del concambio.

¹⁵⁹ Merita essere ribadito che la data della conversione non coincide sempre con la data in cui si verifica il *trigger event*.

sostituzione dei titoli *CoCos* in azioni e non come data in cui ha luogo il verificarsi del *trigger event*¹⁶⁰.

Come facilmente intuibile, il criterio di conversione in parola è quello che – in via tendenziale – maggiormente tutela i sottoscrittori dei titoli *CoCos*, i quali otterranno un numero di azioni il cui valore sarà quantomeno equivalente al loro investimento in *CoCos* (salvo il caso di patrimonio netto negativo). Pertanto, questi ultimi – in via tendenziale – non dovrebbero sostenere perdite rilevanti a seguito della conversione posto che potranno vendere le azioni ricevute recuperando così l'importo capitale del loro iniziale investimento¹⁶¹. La possibilità di neutralizzare il rischio di perdite se da un lato è un indubbio vantaggio per i portatori degli strumenti *CoCos*, d'altro canto però potrebbe indurre questi ultimi ad un minor controllo sull'operato degli amministratori in tal modo potendo risultare compromessa la funzione di “*monitoring*”¹⁶².

Va inoltre osservato che nell'ambito del *conversion ratio* in esame sussiste un rapporto inversamente proporzionale tra il valore delle azioni alla data del concambio ed il numero delle stesse che verrà consegnato ai portatori di obbligazioni *CoCos*, atteso che, determinando il rapporto di conversione tra “valore di mercato delle azioni-valore nominale titoli *CoCos*”, minore è il valore delle azioni maggiore sarà il numero delle stesse assegnate in concambio¹⁶³.

Tale relazione di inversa proporzionalità può rappresentare un punto debole del presente sistema di conversione in quanto può favorire condotte speculative da parte dei titolari dei titoli *CoCos* allorché il *conversion ratio* in parola assuma a riferimento il valore di mercato delle azioni e sia associato ad un *market value trigger*. Invero, i *CoCos holders* rilevando che i corsi di borsa si stanno avvicinando al prezzo-soglia, potrebbero indurre mediante *short selling* la discesa del prezzo delle azioni affinché abbia luogo l'evento conversione di modo che possono ricevere azioni sottovalutate al fine di rivenderle non appena le stesse riacquisteranno il loro corretto valore di mercato (c.d. *death spiral*)¹⁶⁴. Tuttavia, tale rischio pare scongiurabile

¹⁶⁰ Nel caso di emissione di 10 obbligazioni *CoCos* al prezzo nominale di € 10 ciascuna ed ipotizzando un valore di mercato dell'azione pari a € 5, avrei $€ 100 \div € 5 = 20$ azioni.

¹⁶¹ Va peraltro ricordato che proprio in virtù del minor rischio di perdita che il titolare di strumenti *CoCos* potrebbe dover sopportare, il tasso di rendimento delle obbligazioni sarà sicuramente più basso rispetto a quello previsto nel caso di *fixed share conversion*.

¹⁶² AA.VV., *Report to Congress on Study of a Contingent Capital Requirement for Certain Nonbank Financial Companies and Bank Holding Companies*, cit., p. 10.

¹⁶³ Mutuando i numeri dall'esempio di cui alla nota n. 147, si rileva che se il valore delle azioni fosse pari ad € 2,50 il numero delle azioni che i titolari di strumenti *CoCos* ottengono sarebbe pari 40 ($100 \div € 2,5 = 40$ azioni).

¹⁶⁴ Si immagini l'emissione di 10 obbligazioni *CoCos*, del valore di € 10 ciascuna (così per totale € 100) in cui venga convenuto che le stesse si convertiranno in capitale di rischio se il prezzo di mercato delle azioni scenda sotto alla soglia di € 5. Allorché il prezzo delle azioni sul mercato sia pari ad € 7, i portatori degli strumenti *CoCos* potrebbero vendere allo scoperto (c.d. *short selling*) i titoli le azioni della società per portare il prezzo delle azioni ad € 4, così ottenendo 25 azioni ($€ 100 \div € 4 = 25$ azioni). In

laddove, come si è visto, venga previsto un *market value trigger* come media ponderata del valore di mercato delle azioni per un determinato lasso di tempo¹⁶⁵.

Inoltre, anche in sede di conversione potranno essere adottati alcuni accorgimenti “tecnici” al fine di indirettamente disincentivare tali condotte: da un verso, si potrebbe definire il valore di concambio delle azioni come media ponderata delle stesse per un periodo precedente il giorno della conversione; dall’altro, pur assumendo a riferimento il valore di mercato, si potrebbe individuare una soglia massima (c.d. *cap*) al numero di azioni che verranno di fatto assegnate¹⁶⁶.

Allorché invece il rapporto conversione in parola sia associato ad un *balance sheet trigger* si corre il rischio che, in caso di andamento negativo dei corsi azionari, gli amministratori possano ritardare, attraverso artifici contabili o gestionali, l’accertamento dell’evento attivatore al fine di procrastinare l’effetto diluizione per i soci e la conseguente loro revoca dalla gestione societaria da parte della nuova compagine sociale.

Passando a considerare il punto di vista degli azionisti, va rilevato che il *conversion ratio* in discorso può condurre, per le ragioni testé esposte, ad un consistente effetto diluizione dei loro diritti partecipativi. D’altro canto, però, proprio tale effetto diluizione dovrebbe rappresentare un punto di forza del tipo di concambio in esame, stimolando i soci (e di riflesso gli amministratori) a contrastare il verificarsi dell’evento conversione attraverso una gestione poco propensa al rischio ovvero mediante il tempestivo aumento del capitale sociale.

Residuano infine due ulteriori questioni di particolare rilievo sotto il profilo fattuale.

In primo luogo, si noti che non sempre il valore di mercato delle azioni (sia esso rilevato in una singola giornata ovvero quale media ponderata di periodo), ovvero, il loro valore reale e quello nominale dei titoli *CoCos* sono tra loro perfettamente divisibili, sicché emerge un problema di come gestire gli eventuali resti di conversione, posto che in assenza di un effettivo trasferimento di tale valore ai *CoCos holders* vi sarebbe un arricchimento per la società emittente ed indirettamente dei soci.

In secondo luogo, occorre domandarsi come possa essere definito il rapporto di conversione nel caso in cui il valore di mercato o reale delle azioni assunto a riferimento in sede di emissione, alla data della conversione sia pari a zero. La questione in parola non è di poco

seguito, chiudendo l’operazione di *short selling* indirettamente favoriranno l’incremento di valore delle azioni ad € 7, e vendendo le azioni in tal momento otterranno un controvalore di € 175 (€ 7 x 25 = € 175), con un profitto rispetto all’investimento iniziale pari ad € 75 (salvo sottrarre gli oneri correlati all’attività di vendita allo scoperto).

¹⁶⁵ Cfr. *supra* Cap. 1, par. 6.1.

¹⁶⁶ AA.VV., *Report to Congress on Study of a Contingent Capital Requirement for Certain Nonbank Financial Companies and Bank Holding Companies*, cit., p. 10 ss.

momento, non solo sotto il profilo aritmetico, ma anche in ragione delle rilevanti ricadute circa l'effettiva copertura del capitale sociale.

Segnatamente, proprio muovendo dal fatto che il rapporto di concambio deve garantire la liberazione delle azioni di compendio emesse, laddove il prezzo di mercato o reale delle azioni non possa essere assunto a riferimento, si ritiene possano essere adottate, a seconda dei casi e salva la copertura di eventuali perdite, le seguenti conclusioni: nel caso di azioni senza valore nominale, la conversione opererà assegnando in tutto o in parte le azioni a servizio della conversione ai titolari di strumenti *CoCos* ricavandosi *per relationem* la loro parità contabile ed il rapporto di conversione¹⁶⁷; nell'ipotesi invece di azioni con valore nominale, si ritiene che debba assumersi a riferimento del concambio lo stesso valore nominale del titolo in quanto rappresenta l'ammontare minimo che il nuovo socio deve impegnarsi a versare per liberare l'aumento e, al contempo, è certamente idoneo a garantire la copertura dell'aumento del capitale ai sensi dell'art. 2346, quinto comma, c.c.

¹⁶⁷ In dottrina vi è chi ha sostenuto che in tali casi si dovrebbe definire un prezzo o un valore convenzionale da assegnare alle azioni ai fini del concambio, cfr. M.J. FLANNERY, *Stabilizing large financial institution with contingent capital certificates*, cit., p. 14, laddove precisa che “A sufficiently large downward value jump would impose default losses on CCC, equivalent to those that would be suffered by ordinary subordinated debentures. If asset values fell below the promised payments on outstanding debt and new equity must immediately be issued, the share price would go to zero. CCC would convert, but debt holders would not receive their full principal in share value. Rather, the converting CCC investors would first absorb the bank’s “negative capital” position, leaving them with a credit loss. In this situation, the firm’s old shares would have no market value; there would be no equity price with which to determine the number of shares converting CCC should receive. This situation could be easily covered by a clause in the bond indenture specifying an arbitrary price for the newly-recapitalized firm’s shares”.

CAPITOLO 2

PERCHÉ SI EMETTONO I *CONTINGENT CAPITAL BONDS*?

1. Introduzione: una indagine circa i vantaggi di natura finanziaria e gli incentivi di carattere normativo

Si è già dato conto, seppure in termini sintetici, delle varie articolazioni e della poliedricità con cui si presentano la struttura e l'operatività degli strumenti *Contingent Capital*, nonché delle eterogenee problematiche che, al lato pratico, possono emergere in ordine alla possibilità di conseguire gli obiettivi – di tipo micro-macro economico e di miglioramento della *corporate governance* – sottesi alla loro emissione e quali siano gli opportuni accorgimenti da adottare.

Muovendo da tali premesse, in questo capitolo si può passare ad analizzare – brevemente – le ragioni di ordine economico che possono spingere le società, a prescindere dal tipo di impresa in concreto esercitata, a finanziarsi facendo ricorso agli strumenti *Contingent Capital*, per poi approfondire quali siano invece le motivazioni di tipo normativo che fungono da precipuo movente d'interesse da parte delle imprese bancarie all'emissione dei titoli *CoCos*.

2. Le modalità di finanziamento delle imprese e le teorie sulla struttura del capitale: dal teorema di Modigliani-Miller alla *Pecking Order Theory* di Myers e Majluf

Per comprendere quali siano le ragioni economiche e/o finanziarie che possono indurre una società ad emettere strumenti *Contingent Capital*, occorre esaminare gli studi sviluppatasi a far tempo dal XX secolo in ordine alla c.d. “struttura del capitale”.

Il tema della “struttura del capitale”, quale indagine circa gli effetti prodotti dalle diverse forme di finanziamento (*i.e.* capitale di debito ovvero capitale di rischio) sul valore delle società, fu oggetto di studio e venne portato all'attenzione del mondo accademico e dei mercati da un noto scritto di Modigliani e Miller nel 1958¹⁶⁸.

In particolare, i due studiosi andarono interrogandosi se la scelta di una determinata fonte di finanziamento (*i.e.* capitale di debito) piuttosto che un'altra (*i.e.* capitale di rischio) andasse o meno ad incidere sulla conservazione di valore della società.

¹⁶⁸ F. MODIGLIANI – M. MILLER, *The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*, in *American Economic Review*, 1958, p. 261 ss.

Il modello che ne uscì (c.d. teorema di Modigliani-Miller) verificò che il valore di una società (nel caso preso in esame era una società con azioni quotate) risulta indifferente alle variazioni della struttura finanziaria¹⁶⁹.

A tale conclusione si giunse antepoendo la dimostrazione due proposizioni: (i) la prima, afferma che il valore di una società priva di debito è uguale al valore della stessa società indebitata, pertanto, in siffatta prospettiva, il costo medio del capitale non varia al variare del rapporto di *leverage* risultando priva di rilievo, da un punto di vista economico, la decisione di rivolgersi al mercato del capitale debito ovvero a quello di rischio¹⁷⁰. Muovendo da tale assunto, (ii) la seconda asserisce che il rendimento richiesto dagli azionisti sul capitale di rischio si configura come una funzione lineare del rapporto di indebitamento (ovverosia, del rapporto tra debito e capitale netto a valori di mercato)¹⁷¹. Invero, nonostante a primo acchito il ricorso all'indebitamento (la cui aspettativa di reddito è fissa) possa apparire più conveniente rispetto al capitale azionario (la cui aspettativa di profitto è residuale ma totalizzante), tuttavia, l'aumento del rapporto di indebitamento non porterebbe nei fatti ad una riduzione del costo medio del capitale per l'impresa, perché gli effetti discendenti dall'incremento del *leverage* (e quindi in tesi un minor costo per il capitale di rischio) sarebbero compensati in maniera esatta dal maggior rendimento atteso dagli azionisti per l'aumento del rischio di insolvenza¹⁷².

Tutte le predette tesi furono elaborate e dimostrate sulla base di alcuni postulati che, è opportuno fin d'ora rilevare, difficilmente possano trovare riscontro nella realtà, sicché il modello in parola risulta difficilmente utilizzabile in concreto¹⁷³.

In particolare, i due studiosi scelsero di non valutare gli effetti discendenti dall'imposizione fiscale (c.d. *tax shield* che, permettendo la detraibilità degli interessi passivi, induce le società verso il ricorso all'indebitamento) ed inoltre esclusero l'esistenza di costi di insolvenza diretti¹⁷⁴ ed indiretti¹⁷⁵ i quali di fatto limitano il ricorso al mercato del debito, atteso

¹⁶⁹ *Idem*, p. 288 ss.

¹⁷⁰ *Idem*, p. 268 ss.

¹⁷¹ I risultati conseguiti da Modigliani e Miller dimostrano che i manager non possono modificare il valore di un'impresa cambiandone la struttura finanziaria (sempre in assenza d'imposte). La loro teoria afferma che il costo complessivo del capitale non si può ridurre sostituendo il debito all'*equity* perché, nel momento in cui l'impresa aggiunge il debito, l'*equity* diventa più rischioso e quindi, all'aumentare del rischio, aumenta anche il costo del capitale azionario.

¹⁷² F. MODIGLIANI – M. MILLER, *ult. op. cit.*, p. 271.

¹⁷³ D'altro canto, l'importanza del modello sviluppato da Modigliani e Miller (che valse al primo la vincita del premio Nobel nel 1985 ed al secondo nel 1990) risiede, a prescindere dall'aderenza o meno alla realtà, nell'aver, da un lato, introdotto gli strumenti analitici di economia politica nell'analisi di un problema di *corporate finance*, dall'altro, posto le basi per individuare l'assunto che, una volta verificato, possa consentire di spiegare l'aumento di valore dell'impresa al variare della struttura del capitale. Sul punto, si veda T.H. JACKSON – A. SCHWARTZ, *Vacuum of Fact or Vacuous Theory: A Reply to Professor Kripke*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 1991, p. 987 ss.

¹⁷⁴ Per costi diretti si intendono i costi legali ed amministrativi per l'accesso a procedure concorsuali.

che il rischio di insolvenza aumenta esponenzialmente all'aumento delle passività esterne. Quale ulteriore assunto, anch'esso del tutto teorico, si ipotizzò che i mercati dei capitali fossero privi di frizioni¹⁷⁶ e di asimmetrie informative tra *insiders* della società e *outsiders* e che, conseguentemente, questi ultimi fossero in grado di analizzare in dettaglio la struttura finanziaria della società debitrice e di reagire tempestivamente al mutamento delle condizioni patrimoniali della stessa.

Avvedutisi quindi della scarsa aderenza del modello alla pratica dei mercati, Modigliani e Miller in un successivo scritto del 1963¹⁷⁷, provarono a correggere il tiro valutando l'impatto che genera la presenza di tassazione. Si rilevò quindi che il valore dell'impresa risulta incrementato (per ammontare pari al valore attuale dei vantaggi fiscali che all'impresa deriva dal debito) allorché si privilegia il ricorso ai capitali di debito piuttosto che a quello di rischio in ragione del fatto che le società possono dedurre dal pagamento delle imposte sugli utili il costo relativo agli interessi passivi riconosciuti sul debito, mentre, al contrario, le distribuzioni di utili a favore dei soci non sono deducibili ai fini fiscali¹⁷⁸.

In assenza di svantaggi idonei a controbilanciare il guadagno ottenuto dal ricorso al debito, le società dovrebbero quindi finanziarsi solamente attraverso fonti esterne di

¹⁷⁵ Sono qualificabili come costi indiretti quegli oneri che sorgono prima delle procedure concorsuali e, in particolari: a) la diminuzione dei ricavi; b) il prosciugamento dei canali di finanziamento commerciale (fornitori) e finanziario così penalizzando il capitale azionario in ragione della possibile rinuncia ad investimenti aventi valori attuali netti positivi, della scarsa sostituibilità tra fornitori e dell'impossibilità ad aumentare il capitale sociale sul mercato; c) il *management* e i lavoratori maggiormente competenti tendono ad allontanarsi dalla società.

¹⁷⁶ Vale a dire che non vi sono costi di transazione in quanto il ricorso al debito oppure al capitale di rischio non genera costi addizionali sotto forma di commissioni o spese legali e che il management opera nell'interesse esclusivo degli azionisti e questi ultimi a loro volta non intraprendono azioni che possano danneggiare gli interessi dei creditori.

¹⁷⁷ M. MILLER – F. MODIGLIANI, *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A correction*, in *American Economic Review*, 1963, p. 433 ss.

¹⁷⁸ A titolo esemplificativo si ipotizzi: a) un reddito operativo pari ad € 120.000,00; b) oneri finanziari per finanziamenti pari ad € 4.000,00; c) un reddito *ante* imposte pari ad € 116.000,00; d) l'assenza di imposte sull'utile distribuibile; si avrà quindi che il reddito netto distribuibile sarà pari ad € 116.000,00 ed i flussi totali per i finanziamenti saranno pari ad € 120.000,00 (ovverosia, pari ad € 4.000,00 + 116.000,00). L'ammontare dei flussi finanziari risulterà confermato anche in presenza di oneri finanziari maggiori poiché l'assenza di tassazione fa sì che i flussi totali siano sempre pari ad oneri più utile netto distribuibile. A riprova dell'effetto tassazione sulla struttura del capitale si può fornire il seguente esempio: a) un reddito operativo pari ad € 120.000,00; b) oneri finanziari per finanziamenti pari ad € 4.000,00; c) un reddito *ante* imposte pari ad € 116.000,00; d) aliquota di tassazione del reddito d'impresa pari al 35% con conseguente prelievo per importo pari ad € 40.600,00; e) reddito netto e dividendo pari ad € 75.400,00 (ovvero, 116.000,00 – 40.600,00); sicché i flussi totali per i finanziatori saranno pari ad € 79.400,00 (ovvero, 75.600,00 + 4.000,00). Allorché poi si vadano ad aumentare gli oneri finanziari, si incrementano anche i flussi totali per investimenti. Muovendo dal precedente esempio si consideri: a) un reddito operativo pari ad € 120.000,00; b) oneri finanziari per finanziamenti pari ad € 8.000,00; c) un reddito *ante* imposte pari ad € 112.000,00; d) aliquota di tassazione del reddito d'impresa pari al 35% con conseguente prelievo per importo pari ad € 39.200,00; e) reddito netto e dividendo pari ad € 72.800,00 (ovvero, 112.000,00 – 39.200,00); sicché i flussi totali per i finanziatori saranno pari ad € 80.800,00 (ovvero, 72.800,00 + 8.000,00).

finanziamento. Anche tale conclusione, sebbene più precisa delle precedenti, non pare aderente alla realtà.

Invero, come gli stessi Autori ebbero modo di rilevare, il rischio di insolvenza incrementandosi proporzionalmente all'aumentare del debito andrà a bilanciare inevitabilmente i vantaggi fiscali da quest'ultimo derivanti. Ne discende quindi che la struttura ottimale del capitale risulterebbe dal *trade-off* tra vantaggio fiscale e svantaggio derivante dalla probabilità di insolvenza, in tal modo determinandosi il rapporto di leva finanziaria idoneo a massimizzare il valore dell'impresa.

Su tale approdo si sono successivamente innestate e sviluppate le c.d. teorie del *trade-off*¹⁷⁹, secondo le quali – in estrema sintesi – in presenza di determinate frizioni (premessa che esclude la possibilità di ricadere nella prima tesi tracciata da Modigliani e Miller) nei mercati finanziari sia il debito che l'*equity* presentano dei benefici e dei costi per l'impresa. Pertanto, il *trade-off* tra determinati costi e benefici determina una struttura ottimale del capitale, di modo che il livello di indebitamento permetta di contemperare i benefici marginali ai costi marginali del debito.

Tra le varie forme di frizioni, oltre al già citato problema dei rischi di insolvenza¹⁸⁰, la letteratura economica si è soffermata sulle esternalità discendenti dai c.d. "*agency cost*" (ovverosia, costi di agenzia) da intendersi come l'asimmetria informativa che sussiste tra il *manager*, da un lato, e gli azionisti¹⁸¹ ed i creditori sociali¹⁸², dall'altro, da cui possono derivare

¹⁷⁹ Cfr. R.W. MASULIS, *The Effects of Capital Structure Change on Security Prices: A Study of Exchange Offers*, in *Journal of Financial Economics*, 1980, p. 139 ss.; E. FAMA – K. FRENCH, *Taxes, Financing Decisions, and Firm Value*, in *Journal of Finance*, 1998, p. 819 ss.; J.R. GRAHAM, *How Big Are the Tax Benefits of Debt?*, in *Journal of Finance*, 2000, p. 1901 ss.; E. FAMA – K. FRENCH, *Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt*, in *Review of Financial Studies*, 2002, p. 1 ss.

¹⁸⁰ Tra i tanti che si soffermano a studiare il *trade-off* tra debito e costi d'insolvenza, S.C. MYERS, *Determinants of Corporate Borrowing*, in *Journal of Financial Economics*, 1977, p. 147 ss. il quale introduce e valorizza il problema del *debt overhang* di cui si è già fatto cenno *supra sub* Cap. 1. Per esemplificare il problema si ipotizzi che una società abbia un progetto d'investimento il cui valore attuale netto è pari ad € 100.000 sicché è vantaggioso per la stessa intraprenderlo. Tuttavia se la stessa società ha un deficit patrimoniale pari anch'esso ad € 100.000 (il valore di mercato dell'attivo, ad esempio, è pari a € 500.000, mentre il debito è pari a € 600.000), tutto il profitto derivante dall'investimento andrà ai suoi creditori, a ripagare il debito. Se il *management* agisce nell'interesse degli azionisti, non avrà dunque incentivo a intraprendere il progetto d'investimento — che pure sarebbe efficiente — dal momento che questo non apporterà alcun beneficio agli azionisti stessi.

¹⁸¹ Tra il *management* e i soci vi è divergenza di interessi allorché i primi non detengono alcuna partecipazione al capitale sociale, posto che i loro sforzi per aumentare il valore dell'impresa andranno esclusivamente a vantaggio dei secondi, i quali, a loro volta, sono tendenzialmente allo scuro circa lo stato e le sorti della società. Il mancato allineamento d'interessi tra le predette parti porta quindi a un incremento dei costi di *monitoring* ed una conseguente diminuzione del valore dell'impresa. Portando siffatta considerazione all'estremo, ne deriva che le società dovrebbero essere possedute al 100% dai *manager* e dovrebbero finanziare i propri investimenti attraverso il debito.

¹⁸² Proseguendo dalla nota precedente, si può osservare il creditore, a differenza del *manager*, non potendo conoscere l'effettivo stato di salute della società incorporerà tale incognita nel processo di determinazione del tasso di interesse o delle garanzie pretese. Per approfondimenti in ordine all'effetto

condotte di azzardo morale¹⁸³. La soluzione ottimale tra costi d'agenzia dell'*equity* e del debito renderà quindi possibile determinare la migliore struttura del capitale. Questa sarà pari alla soglia di leva finanziaria che rende minimi i costi totali di agenzia, intesi come somma tra *agency cost* dell'*equity* e del debito¹⁸⁴.

In ulteriore e diversa prospettiva si pone la c.d. "*pecking order theory*"¹⁸⁵ la quale rimuove il postulato dell'informazione perfetta del mercato introdotto da Modigliani e Miller ed evidenzia che il *management* delle società dispone sempre di informazione più precise rispetto agli investitori in ordine al vero valore dell'impresa. Pertanto, visto e considerato che il mercato è consapevole di tale asimmetria informativa e tenuto conto che dalle diverse scelte gestionali in ordine alle modalità di finanziamento gli investitori esterni possono indirettamente trarre informazione sull'effettivo valore della società, queste ultime preferiscono ricorrere alle forme di finanziamento che sono meno sensibili al giudizio del mercato.

generato dalle asimmetrie informative tra venditori ed acquirenti (anche nei mercati finanziari) si veda G.A. AKERLOF, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1970, p. 488 ss., laddove si esemplificano le condizioni di asimmetria informativa nel mercato, in particolare quando il venditore gode di una maggiore quantità d'informazioni sul bene proposto all'acquirente (c.d. *lemons problem*).

¹⁸³ Il fenomeno del *moral hazard* si può declinare in concreto in diverse tipologie. In particolare, M. JENSEN – W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, p. 305 ss., affermano che tanto maggiore è la percentuale del capitale di rischio (*equity*) detenuta dal *management* di un'impresa, tanto più gli incentivi di questi ultimi saranno allineati con quelli della proprietà, così che si eviteranno comportamenti del *management* che nuocciono al valore dell'impresa. Portando quest'argomentazione all'estremo, se ne potrebbe concludere che le imprese dovrebbero essere possedute al 100% dai propri *manager*, e dovrebbero invece finanziare i propri investimenti interamente con debito. Tuttavia, in realtà le società hanno in genere un rapporto di leva finanziaria inferiore al 100% (ovvero, l'indebitamento è maggiore dei capitali propri), sicché tanto maggiore sarà il debito, tanto più la proprietà, e il *management*, avranno incentivo a intraprendere progetti d'investimento più rischiosi: questo perché i creditori sopporteranno il rischio, laddove la proprietà otterrà il guadagno nel caso in cui il progetto vada a buon fine. Creditori "razionali" (nel senso dato al termine nell'ambito dell'economia) incorporeranno questa considerazione nel processo tramite il quale determinano la loro domanda per i titoli di debito di un'impresa, richiedendo uno sconto tanto maggiore quanto maggiore sarà l'incentivo dell'impresa al *risk shifting*. Poiché il debito sarà più costoso, l'impresa sostiene dunque un costo, associato al problema d'agenzia del *risk shifting*. Una diversa argomentazione è proposta invece da M. JENSEN, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, in *American Economic Review*, 1986, p. 323 ss., secondo cui il *management* di un'impresa, se ha il controllo su un elevato free cash flow (ossia, quanto rimane del flusso di cassa allorché tutti i progetti d'investimento caratterizzati da un valore attuale netto positivo sono stati intrapresi) ha la tendenza a utilizzare tale risorsa finanziaria per progetti dannosi per l'impresa (quali, ad esempio, acquisizioni improduttive o sprechi di vario tipo anche a copertura di eventuali errori dei *manager*). Va da s'è che il debito presenterebbe dunque un beneficio, ulteriore a quelli di tipo fiscale, costringendo il *management* a una serie di pagamenti fissi di interessi sul debito, in tal modo, riducendo il *cash flow* liberamente disponibile al *management* e mitigando i costi d'agenzia rappresentati dai progetti improduttivi che potrebbero essere altrimenti intrapresi dall'organo gestorio.

¹⁸⁴ M. JENSEN – W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, cit.*, 1976, p. 305 ss.

¹⁸⁵ La teoria del "*pecking order*" fu in origine elaborata in forma embrionale da G. DONALDSON, *Corporate debt policy and the determination of the corporate debt capacity*, Harvard Graduate School of Business Administration, Boston, 1961, ed in seguito approfondita e strutturata da S.C. MYERS – N.J. MAJLUF, *Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have information That Investors Do Not Have*, in *Journal of Financial Economics*, 1984, p. 187 ss.

Ne deriverebbe quindi la possibilità di enucleare una scala di preferenza delle modalità di finanziamento al vertice della quale vi è (i) l'autofinanziamento, seguito dal (ii) ricorso ai finanziamenti esterni ed, infine, (iii) dall'aumento del capitale proprio.

Intuitivamente si può rilevare che per una società l'autofinanziamento si presenta come la modalità preferibile in quanto gli amministratori possono sottrarre le proprie scelte gestionali al sindacato del mercato, il quale potrebbe non avere informazioni sufficienti e/o adeguate per esprimere un giudizio positivo e, d'altro canto, potrebbe peraltro apprezzare positivamente la capacità di autosostentamento dell'impresa in virtù del manifestato equilibrio economico-finanziario¹⁸⁶.

Il finanziamento tramite debito, sebbene imponga al *management* di sottoporsi al giudizio del mercato, consente a questi ultimi di poter manifestare la propria fiducia circa l'effettiva profittabilità dell'investimento, circostanza da cui si potrebbe desumere che il prezzo delle azioni sia a loro avviso sottostimato. Invero, nel caso in cui l'investimento, operato dalla società attraverso l'apporto di finanziatori esterni, vada a buon fine, i creditori otterranno un pagamento fisso mentre i soci andranno a beneficiare di tutto il residuo guadagno; cosicché, tanto maggiore è il rendimento atteso dell'investimento, tanto maggiore sarà il profitto degli azionisti¹⁸⁷, con conseguente apprezzamento delle azioni sul mercato¹⁸⁸.

L'emissione di azioni si profila invece come ipotesi residuale in quanto funge da "*signaling effects*" e tradisce il sentimento degli amministratori circa il fatto che il mercato stia sovrastimando il valore della società (e, di riflesso, delle azioni)¹⁸⁹ e che gli stessi vogliano trarre profitto da tale circostanza. Invero, a seguito dell'emissione di nuove azioni, i nuovi soci parteciperanno, proporzionalmente alla loro quota di capitale sociale, in qualunque guadagno derivante dagli investimenti: in altre parole, il profitto degli azionisti originari sarà minore. Va da sé quindi che le imprese che prevedono per i propri investimenti un rendimento non troppo elevato emetteranno nuove azioni; viceversa, allorché il rendimento atteso da un investimento sia elevato, preferiscono ricorrere al debito per non dover dividere i profitti con i nuovi azionisti¹⁹⁰.

¹⁸⁶ Tuttavia va evidenziato che, al lato pratico, la capacità di autofinanziamento dipende dalla capacità di aver prodotto utili negli esercizi precedenti al fine di poter godere di adeguate risorse nonché, circostanza assai rilevante in tema di *corporate governance*, dalla disponibilità dei soci a privarsi dei loro dividendi al fine di vederli reinvestiti nell'impresa.

¹⁸⁷ In tal caso il profitto dei soci sarà pari alla differenza tra ricavi generati dall'investimento – costi ed oneri del finanziamento.

¹⁸⁸ S. C. MYERS – N. J. MAJLUF, *ult. op. cit.*, p. 207 ss.

¹⁸⁹ Come è stato verificato empiricamente da P. ASQUITH – D. W. MULLINS JR., *Equity Issues and Offering Dilution*, in *Journal of Financial Economics*, 1986, p. 61 ss., nel mercato USA il prezzo delle azioni ordinarie di norma perde un 2% in seguito all'emissione di nuova capitale di rischio.

¹⁹⁰ S. C. MYERS – N. J. MAJLUF, *ult. op. cit.*, p. 203 ss.

Quanto sin qui sinteticamente esposto permette di comprendere le varie problematiche sottese all'individuazione della "struttura ottimale del capitale" sulla quale la stessa dottrina economico-finanziaria non riesce a trovare un punto di convergenza, sicché ancor oggi il tema in esame si presenta come "*one of the most hotly contested issues in financial economics*"¹⁹¹.

Ciò non di meno, tenuto conto degli approdi a cui sono pervenute le diverse teorie su illustrate, si possono provare a formulare, sul piano logico ed intuitivo (scevro quindi del conforto dei riscontri matematico-finanziari), alcune conclusioni circa la convenienza economica all'emissione (da parte di qualunque tipo di società) di strumenti *CoCos*.

In primo luogo, ritenendo opportuno collocare, per le ragioni che si andranno esponendo¹⁹², gli strumenti *CoCos* tra le componenti di debito, si può affermare che gli stessi si presentano come strumento di finanziamento assai efficiente in quanto se, da un lato, godono di un miglior trattamento fiscale rispetto al capitale di rischio (stante la deducibilità degli interessi ovvero, *tax shield*), di converso, risultano assimilati a questi ultimi da un punto di vista di incidenza sul rischio di insolvenza e di valutazione da parte delle agenzie di *rating*, nonché in base alla disciplina di vigilanza degli intermediari bancari.

A tal riguardo, si può rilevare che, nonostante la loro qualifica quali passività sociali, i *CoCo Bonds* riescono a neutralizzare il maggior rischio di insolvenza potenzialmente derivante da una loro eccessiva emissione. Ipotizzando infatti che tutti i *CoCos* emessi dalla stessa società prevedano il medesimo *trigger event*, mano a mano che la stessa emittente incrementa tale tipo di passività, sempre maggiore sarà la possibilità che si verifichi il *trigger event* convenuto con conseguente svalutazione/conversione delle stesse passività *CoCos* e contestuale ricapitalizzazione formale della società¹⁹³. Pertanto, attesa la funzione di assorbimento delle perdite sottesa agli strumenti *CoCos*, pare quindi ridimensionata l'argomentazione che vede in funzione di proporzionalità diretta l'incremento del debito ed il rischio di insolvenza dell'emittente.

In secondo luogo, si noti che i *CoCo bonds* – a prescindere che siano configurati sotto forma di conversione diluitiva, ovvero, di conversione non diluitiva o con clausola di *write down*¹⁹⁴ – sono potenzialmente idonei a ridurre, sebbene con intensità diversa, i c.d. *agency*

¹⁹¹ J.D. RAUH – A. SUFI, *Capital Structure and Debt Structure*, Working Paper, febbraio 2010, disponibile on line al sito www.ssrn.com.

¹⁹² Cfr. *infra* Cap. 3, par. 3.3.

¹⁹³ Portando all'estremo il ragione qui proposto, ne potrebbe discendere che se la società facesse esclusivamente ricorso a passività *CoCos* il rischio di insolvenza della stessa sarebbe nullo.

¹⁹⁴ Circa i diversi meccanismi di assorbimento delle perdite si veda *supra* Cap. 1, par. 7, e con particolare riguardo agli effetti discendenti dal rapporto di conversione, *supra* Cap. 1, par. 8.

*cost*¹⁹⁵. Nel caso di conversione diluitiva, come si è già osservato nel precedente capitolo¹⁹⁶, lo stesso *management* (sospinto anche dai soci di maggioranza) farà di tutto per scongiurare il verificarsi dell'evento attivatore al fine di non vedere mutata la compagine sociale di cui è esponente e, per gli effetti, evitare che i nuovi soci (tendenzialmente, non ben disposti in quanto divenuti tali in condizioni di crisi della società) possano revocarli e, se del caso, esercitare azioni di responsabilità nei loro confronti. In siffatta prospettiva, risulta quindi limitato il rischio che il *management* possa tenere un contegno ascrivibile al *debt overhang* in quanto, pur di evitare il verificarsi dell'evento conversione, proverà a sfruttare tutti gli investimenti che hanno un valore attuale netto positivo e parimenti sarà contenuto il *risk shifting* avendo interesse, da un lato, a limitare il ricorso all'indebitamento *senior* il quale andrebbe ad incentivare il verificarsi dell'evento attivatore, dall'altro, ad intraprendere solamente investimenti con un adeguato e ragionevole livello di rischio in quanto l'eventuale fallimento di un dato progetto industriale potrebbe far scattare il *trigger event*.

Tali conclusioni, sebbene in forma attenuata, possono essere confermate anche nei casi in cui si faccia ricorso a *CoCos* conversione non diluitiva o con clausola *write down* (in tal caso, il danno sarebbe prevalentemente di ordine reputazionale) e, in ogni caso, il timore di subire un grave pregiudizio alle proprie ragioni di credito indurrà i creditori *CoCos* ad esercitare un attento controllo sulle scelte gestionali del management così accollandosi parte dei costi di *monitoring*¹⁹⁷, di fatto rafforzando la c.d. "disciplina di mercato"¹⁹⁸ sulla società.

¹⁹⁵ Tenuto conto che ai titolari degli strumenti *CoCos* deve essere riconosciuta una remunerazione periodica, salve le eccezioni previste per i c.d. *CoCos* Bancari, pare possibile affermare che i titoli in esame possono positivamente incidere sui costi di agenzia, riducendo i rischi di elevato *free cash flow*.

¹⁹⁶ Cfr. *supra*, Cap. 1, par. 6.1.

¹⁹⁷ Sul punto si rinvia all'ampia letteratura del c.d. "*Mandatory Subordinated Debt*" (ovvero, MSD) secondo cui l'imposizione agli intermediari bancari di emissioni periodiche di strumenti o prestiti subordinati permetterebbe di agevolare la tempestiva individuazione e conseguente soluzione di situazioni di stress finanziarie o patrimoniali dell'emittente, permettendone la rapida soluzione delle stesse. Cfr. D. VATTERMOLI, *Creditori subordinati e concorso tra creditori*, Milano, 2012, p. 263.

¹⁹⁸ Con tale espressione, di prassi riferita al mercato dell'intermediazione creditizia, si indica l'insieme di meccanismi e di regole che il mercato del credito è capace di generare, attraverso la maggiore o minor disponibilità all'offerta e al costo del bene "credito", e che sono idonee ad influenzare le scelte e l'agire del *management*. Ciò sarebbe particolarmente vero allorché fosse possibile ricreare un "mercato competitivo perfetto" nel quale tutte le informazioni circolassero liberamente e gli investitori fossero in grado di comprenderle e di valutarle; in tal caso, questi ultimi indirizzerebbero i loro investimenti verso le società più meritevoli e, di riflesso, il management dell'impresa bancaria sarebbe portato ad assumere condotte più diligenti. Tuttavia, sebbene tale rappresentazione possa sembrare utopica in ragione del fatto che il mercato si caratterizza per la presenza di asimmetrie informative (e special modo quello del credito), il "gap informativo" viene in parte ridotto dalla disciplina regolamentare mediante l'imposizione di requisiti patrimoniali minimi in capo alle società emittenti (si pensi ad esempio ai limiti di cui all'art. 2412 c.c. in tema di obbligazioni) e la tutela dell'investitore imponendo il rispetto di determinati requisiti di trasparenza e correttezza nei rapporti con i clienti (ad esempio, si vedano le prescrizioni di cui all'art. 21 ss. del d.lgs. n. 24 febbraio 1998, n. 58, circa gli obblighi di condotta in capo agli intermediari nella prestazione dei servizi e delle attività d'investimento).

Infine, anche dall'angolo visuale della *pecking order theory* l'emissione degli strumenti *Contingent Capital* può beneficiare di una collocazione intermedia tra le esternalità previste per i finanziamenti mediante debito e quelle individuate per il ricorso al capitale di rischio, atteso che in ogni caso la loro collocazione *ab origine* è tra le fonti di finanziamento esterne e tale residua nei casi di *write-down CoCos*, mentre per i *conversion into equity CoCos* la loro partecipazione al capitale di rischio è solo eventuale.

3. Gli “incentivi normativi” all'emissione di strumenti *Contingent Capital*: specialità dell'impresa bancaria e specialità della regolamentazione bancaria

Si è già avuto modo di osservare che negli ultimi anni gli enti creditizi¹⁹⁹ operanti nei mercati finanziari internazionali hanno progressivamente mostrato un crescente interesse nei confronti dei *Contingent Capital Bonds*, i quali, oltre ad incorporare i vantaggi di ordine economico di cui si è detto, sotto il profilo dell'operatività bancaria si presentano come “strumenti di raccolta” che, allorché rispettino taluni requisiti individuate dalla disciplina di settore, possono essere altresì computati nei “fondi propri” della banca emittente, con indubbi benefici in termini di *compliance* alla disciplina di vigilanza prudenziale.

Per comprendere a pieno le ragioni di tale interessamento da parte degli enti di credito è opportuno approfondire, anche in un prospettiva diacronica, la regolamentazione normativa di settore la quale sottopone le banche ad una disciplina caratteristica ed esclusiva in ragione della specialità dell'impresa bancaria nell'ambito delle moderne economie di mercato²⁰⁰.

Invero, le banche e l'impresa bancaria in generale, secondo un pacifico orientamento delle contemporanee dottrine economiche, svolgono un ruolo fondamentale – attraverso l'intermediazione nella circolazione del bene “denaro” – nell'allocazione dei risparmi personali (ovverosia, ricchezza in eccesso), in precedenza raccolti, verso impieghi potenzialmente più produttivi così fungendo da “cinghia di trasmissione” dell'economia²⁰¹.

¹⁹⁹ In conformità alla definizione formulata dall'art. 4, par. 1, n. 1), del Regolamento CRR n. 575/2013, per ente creditizio si intende “un'impresa la cui attività consiste nel raccogliere depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico e nel concedere crediti per proprio conto”.

²⁰⁰ Cfr. G. COLAVITTI, *Profili costituzionali della vigilanza bancaria (Autonomia dell'impresa bancaria e crisi di sistema)*, disponibile al sito www.associazionedeicostituzionalisti.it, secondo cui “di fronte all'ordinamento creditizio, abbiamo l'evidenza di “una specialità nella specialità” del diritto pubblico dell'economia”; F. GALGANO, *Prefazione*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, La Costituzione economica*, Padova, 1977, p. VII, il quale pone in guardia l'interprete circa la “frammentazione del sapere giuridico” e sul rischio che “a misura che si accentua il grado di specializzazione” di “perdere di vista l'insieme della realtà”.

²⁰¹ A tal proposito si veda B. LIBONATI, *Scritti Giuridici*, Milano, 2013, p. 553; V. BUONOCORE, *Postilla in tema di attività bancaria*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1976, p. 817; P. VITALE, *Attività intermediaria nella circolazione del “denaro”*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1963, p. 65 ss., e si consideri l'effetto di “moltiplicatore monetario” che genera l'operatività bancaria sull'intero mercato

Siffatto peculiare ruolo di “soggetto intermedio” nella circolazione del denaro pone la banca in una posizione del tutto singolare in quanto dovrà adottare una efficiente gestione dei rischi connessi all’allocazione degli impieghi, pena l’impossibilità di rimborsare i propri creditori (*i.e.* i correntisti, i finanziatori, ecc...) che avevano collocato presso la stessa i propri risparmi.

Gli effetti negativi sull’intero sistema economico generati dall’insolvenza di un ente creditizio, soprattutto qualora lo stesso abbia rilevanza sistemica, risultano pienamente apprezzabili attraverso il prisma della crisi economico-finanziaria che si è andata via via sviluppando a far tempo dal 2008 nel corso della quale i correntisti, soggetti più inclini a comportamenti economicamente irrazionali, hanno talvolta assunto condotte definite come “*bank run*” e “*bank panic*” generati dalla temuta insolvenza della banca depositaria; circostanza che può arrecare pregiudizio a tutti gli intermediari finanziari (anche di quelli non direttamente coinvolti) e che quindi ha riflessi sulla stabilità dell’intero sistema economico.

Proprio per evitare tali fenomeni nonché per scongiurare la distruzione del risparmio (e dunque di una parte della ricchezza nazionale) generata dall’insolvenza degli enti di credito e per contenere possibili instabilità dei mercati finanziari, le imprese bancarie attive nelle moderne economie di mercato, pur operando in regime di concorrenza, sono sottoposte ad una regolamentazione speciale ed alla vigilanza da parte di enti e/o istituzioni di rilievo pubblicistico

mediante l’incremento dell’offerta monetaria. In tutte le economie il moltiplicatore monetario ha un valore superiore a 1, il che vuol dire che l’offerta di moneta è maggiore della base monetaria. In particolare, si osserva che l’offerta di moneta, oltre che dalla base monetaria, creata dalla banca centrale, è costituita dalla cosiddetta moneta bancaria, creata dalle banche raccogliendo depositi e concedendo prestiti o acquistando titoli (prestiti e titoli che, nel loro complesso, costituiscono il credito bancario). L’effetto moltiplicativo trova la sua spiegazione nel processo circolare che si innesca tra banche e loro clienti: questi ultimi depositano la liquidità in eccesso, rispetto a quella che desiderano detenere, presso le banche, le quali, a loro volta, la ridistribuiscono al pubblico sotto forma di prestiti o acquisto di titoli; il pubblico, però, trattiene solo una parte della liquidità così ricevuta, depositando nuovamente il resto presso le banche, sicché il processo continua a ripetersi, creando ad ogni passaggio nuovi depositi che, andandosi a sommare a quelli già esistenti, aumentano l’offerta complessiva di moneta. Va però notato che la nuova moneta non viene creata dalla singola banca, che si limita a raccogliere depositi ed a concedere prestiti o acquistare titoli, ma dal sistema bancario nel suo complesso.

Il tutto può essere illustrato con un semplice esempio numerico: poniamo che il pubblico riceva moneta per € 1.000, ne trattienga il 10% e depositi il resto presso le banche; queste avranno, quindi, € 900 di depositi in più, dei quali una parte, poniamo il 20%, terranno come riserva e il resto, € 720, impiegheranno concedendo prestiti; il pubblico, ricevuti questi € 720, ne tratterà il 10% e depositerà il resto presso le banche, che vedranno quindi i loro depositi aumentare di ulteriori € 648, i quali, andandosi a sommare ai precedenti € 720, porteranno l’aumento complessivo a € 1.368, che sommato ai € 1.000 di incremento iniziale della base monetaria determina un aumento complessivo della quantità di moneta pari a € 2.368; ciò vuol dire che, dopo un solo ciclo, € 1.000 di base monetaria hanno già generato un aumento più che doppio dell’offerta di moneta e, poiché il processo si ripete più volte, ad ogni ciclo successivo si avrà un ulteriore aumento dei depositi e, quindi, dell’offerta di moneta (seppur per valori via via decrescenti). Per approfondimenti in ordine al fenomeno del moltiplicatore monetario, cfr. F.S. MISHKIN, *The Economist of Money, Banking and Financial Markets*, Columbia University, 1992, p. 321 ss. e 343.

la cui precipua funzione è quella di garantirne la sana e prudente gestione e di scongiurare il loro fallimento.

Nell'ordinamento domestico, l'attività di vigilanza affonda le proprie radici nel XIX secolo, benché in tale epoca si presentasse in forma embrionale, limitata ad alcune specifiche attività bancarie e principalmente volta a tutelare la stabilità economica generale e con minor attenzione verso le ragioni dei privati²⁰². L'attività di vigilanza bancaria si è progressivamente evoluta, spesso a seguito di crisi o eventi traumatici, mano a mano che il mercato del credito ha presentato articolazioni sempre più complesse, sia in relazione alle strutture societarie assunte dagli intermediari per rispondere ad una prospettiva d'impresa maggiormente globale, sia con riguardo alla creazione e alla diffusione di "prodotti finanziari" e servizi d'investimento sempre più articolati, da cui è discesa la necessità di rafforzare le relative strutture patrimoniali e di garantire una maggior tutela e trasparenza della loro attività anche nell'interesse dei singoli investitori.

L'intervenuta internazionalizzazione dell'attività bancaria, conseguente alla maggior integrazione dei mercati finanziari, da un lato, ha costituito una grande opportunità per le banche di incrementare le possibilità di raccolta, di migliorare l'allocazione degli impieghi, di aumentare i propri margini di profitto e la propria patrimonializzazione (talvolta fino a superare il PIL dei paesi d'origine), nonché, di converso, per i clienti di accedere al credito in un sistema maggiormente competitivo e conveniente. Tuttavia, tale operatività oltre i confini nazionali ha rappresentato e tutt'ora rappresenta un fattore di forte minaccia per la stabilità degli stessi mercati finanziari nazionali ed internazionali²⁰³, atteso che, come è stato autorevolmente evidenziato, la possibilità di accedere a diversi mercati può permettere l'*"elusione di quei vincoli normativi, imposti nei rispettivi sistemi di appartenenza, per i quali un tetto alla rischiosità della singola azienda implica generalmente una limitazione alla redditività massima conseguibile. I mercati sovranazionali, in quanto mercati poco o affatto regolamentati, offrono alle banche potenziali profitti in misura molto più elevata"*²⁰⁴.

Di fronte a tale incremento della componente internazionale dell'attività creditizia, negli anni 70 e 80 le autorità di vigilanza nazionali si trovarono in grande difficoltà nello svolgere e portare a termine gli incarichi che ad essi istituzionalmente appartengono in quanto non avevano modo di conoscere in via diretta le attività effettivamente svolte oltre i confini domestici e, di riflesso, i rischi effettivamente assunti dagli intermediari vigilati.

²⁰² Cfr. F. GIORGIANNI – C. M. TARDIVO, *Manuale di diritto bancario e degli operatori finanziari*, Milano 2012, p. 233.

²⁰³ Cfr. F. VELLA, *Attività bancaria internazionale e sistemi di vigilanza: la nuova disciplina comunitaria*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1995, p. 749;

²⁰⁴ G. SZEGO – F. PARIS – G. ZAMBURO, *Mercati finanziari e attività bancaria internazionale*, Bologna, 1988, p. 317.

In siffatta prospettiva, sebbene con un certo margine di ritardo, si è quindi assistito ad una implementazione dell'attività di vigilanza attraverso un progressivo ampliamento delle fonti normative della complessa materia bancaria la cui struttura è stata gradualmente, ma in modo incisivo, modificata a far tempo dagli anni '80 del XX secolo di guisa che si è assistito ad uno spostamento del baricentro della "sorgente normativa" da un piano esclusivamente nazionale ad uno comunitario ed internazionale, sicché, oggi, a tutti gli effetti, partecipiamo "ad un ordinamento del sistema bancario profondamente diverso da quello precedente"²⁰⁵.

In particolare, si è proceduto all'elaborazione di pratiche comuni, creando una rete tra le diverse autorità nazionali, per coordinare la vigilanza sugli intermediari creditizi, a cui ha fatto seguito, da allora ad oggi, sul piano comunitario, la formalizzazione di numerose direttive e regolamenti volti ad armonizzare l'attività bancaria nei confini dell'Unione Europea nonché, sul piano internazionale, la condivisione da parte dei Governatori di diverse banche centrali di regole ed orientamenti in materia di vigilanza prudenziale attraverso i c.d. "Accordi di Basilea", fino a creare, un organismo internazionale – il *Financial Stability Forum* che in seguito ha cambiato nome in *Financial Stability Board* – per promuovere sul piano politico la stabilità finanziaria internazionale e tentare di ridurre i rischi del sistema finanziario grazie allo scambio di informazioni e alla cooperazione tra le istituzioni finanziarie mondiali.

Orbene, allo stato dell'arte, tenuto conto delle predette evoluzioni, le fonti della vigilanza bancaria si muovono quindi su diversi piani – internazionale, comunitario, nazionale²⁰⁶ – al fine di garantire sul piano globale una maggior convergenza nell'attività di controllo degli enti di credito.

3.1. Gli Accordi di Basilea e l'evoluzione della disciplina di vigilanza prudenziale

Con la dizione Accordi di Basilea (o più comunemente Basilea I, II, III, a seconda che si faccia riferimento ad uno specifico di tali accordi) si intendono quelle proposte in materia di vigilanza prudenziale per le banche e per gli intermediari finanziari in genere che sono state avanzate dal Comitato di Basilea²⁰⁷ a far tempo dal 1975.

²⁰⁵ R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2012, p. 72

²⁰⁶ In estrema sintesi, per quanto riguarda l'ordinamento italiano, le fonti del diritto bancario possono essere così schematicamente suddivise: a) Orientamenti sovranazionali: Atti di indirizzo del *Financial Stability Board* e Accordi di Basilea (intesi in tutte le loro diverse edizioni, vale a dire Basilea I, Basilea II e Basilea III); b) Direttive e regolamenti Comunitari; c) Principi Costituzionali; d) Legislazione primaria; e) Disposizioni regolamentari (in particolare, rese da Banca d'Italia).

²⁰⁷ Il Comitato di Basilea, istituito dal c.d. Gruppo dei 10, ha sede presso la Banca dei Regolamenti Internazionali in Basilea ed oggi è composto dai delegati di 27 paesi del mondo (la rappresentanza spetta di solito agli altri funzionari delle Banche Centrali e nei paese in cui la vigilanza è ripartita fra più autorità partecipano tutte quante).

Gli Accordi in parola non costituiscono una fonte normativa sovranazionale ed il Comitato non ha alcun potere diretto di vigilanza né di imposizione delle relative regole. Tuttavia, in ragione della caratura internazionale e dell'autorevolezza che caratterizza la compagine del Comitato, gli Accordi di Basilea ripetono la loro forza proprio nella preventiva condivisione degli indirizzi e delle regole proposte fra gli esponenti (vale a dire, i governatori delle banche centrali) dei diversi paesi ivi rappresentati.

I provvedimenti del Comitato sono quindi privi di una diretta cogenza o applicabilità negli ordinamenti nazionali (o anche solo negli stati rappresentanti) – tant'è che sul piano definitorio possono essere qualificati come “regole di *soft law*”²⁰⁸ – e la loro funzione è quella di stimolare gli stati nazionali ad adeguare le proprie disposizioni interne al fine di adottare standard comuni riguardo la vigilanza bancaria.

Proprio la natura di intese non vincolanti, fa sì che i vari Accordi per acquisire cogenza normativa debbano essere recepiti in ciascun ordinamento dai competenti organi legislativi e, al lato pratico, tale processo di trasposizione permette che le previsioni riportate negli Accordi vengano variamente declinate ed adattate a seconda delle esigenze della struttura del mercato²⁰⁹, ovvero, talvolta, anche in funzione dei più variegati interessi politici²¹⁰.

In particolare, il processo evolutivo della vigilanza bancaria proposto dal Comitato di Basilea è stato accolto nei confini dell'Unione Europea attraverso l'emanazione di molteplici

²⁰⁸ Come rilevato dall'unanimità della letteratura internazionale, i membri del Comitato di Basilea, così come i componenti di molteplici comitati ed organismi in tema di finanza internazionale, difettano del potere e della legittimazione a vincolare gli stati di origine, sicché i relativi accordi e gli stessi organismi non hanno alcun rilievo sul piano del diritto internazionale. A tal proposito si veda: R. BISMUTH, *The Independence of Domestic Financial Regulators: An Underestimated Structural Issue in International Financial Governance*, in *Goettingen Journal of International Law*, 2010, p. 93 ss.; C. BRUMMER, *Why Soft Law Dominates International Finance – And Not Trade*, in *International Law in Financial Regulation and Monetary Affairs*, a cura di T. Cottier, J.H. Jackson e R.M. Lastra, Oxford, 2012, p. 98 ss.; DANIEL E. HO, *Compliance and International Soft Law: Why Do Countries Implement the Basle Accord?*, in *Journal of International Economic Law*, 2002, p. 647 ss.; nella dottrina italiana, cfr. R. COSTI, *L'ordinamento Bancario*, cit., p. 581, secondo cui il Comitato di Basilea “è un classico esempio di organismo che elabora regole di “soft law”: non ha potere normativo, ma i suoi suggerimenti sono normalmente accolti dagli ordinamenti dei paesi che allo stesso prendono parte”; F. DI ALTI, *Principali differenze e somiglianze tra standards e norme aventi valore di legge nel settore della regolamentazione finanziaria*, in *Diritto commerciale internazionale*, 2005, pag. 535 ss., ove si offre una panoramica delle varie intese di soft law adottate dalla prassi internazionale in merito alla disciplina dei mercati finanziari.

²⁰⁹ A titolo esemplificativo, si noti che la Svizzera ha previsto che i c.d. Systemically Important Financial Institution debbano garantire un rapporto tra total capital e RWAs pari al 19% (così suddiviso, 4.5% RWA quale capitale minimo previsto da Basilea III, a cui si aggiunge un capital conservation buffer pari all'8.5% RWA ed infine un ulteriore buffer pari al 6% RWA), sul punto cfr. FINMA (Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari), *Addressing “Too Big To Fail”*, 23.6.2011, disponibile al sito <http://www.finma.ch>.

²¹⁰ In tal senso, basti considerare che nel novembre 2012 la US Federal Reserve, a seguito della insistente attività di lobby dell'industria finanziaria, ha deciso di differire l'entrata in vigore di Basilea III negli Stati Uniti, in programma per il 1° gennaio 2013; si veda, Redazione, *Usa, le norme di Basilea III non operative a gennaio 2013*, in *Milano Finanza*, 9.11.2012; B. MASTERS – S. NASIRIPOUR, *US banks call for easing of Basel III*, in *Financial Times*, 16.12.2011.

regolamenti e direttive i quali sono andati individuando un minimo comune denominatore normativo per tutti gli intermediari con sede o attivi nell'Unione, a cui ha fatto seguito (ovviamente, nel solo caso delle direttive) il recepimento delle stesse da parte di ciascun stato membro, in forma di normazione primaria ovvero regolamentare²¹¹.

Allo stato dei fatti, si rileva che l'intervenuta crisi economico-finanziaria iniziata nel 2008 ha indotto il Comitato a proporre nuove misure per migliorare il quadro regolamentare dell'attività bancaria sul piano internazionale le quali – pare opportuno precisare – si sono innestate su quelle precedenti affinando le soluzioni proposte e aggiungendone di nuove, “*senza sopprimere le regole precedenti e, soprattutto, senza sconfessare le logiche che ne [sono] alla base*”²¹².

In particolare, nel 2009 veniva offerto in consultazione un primo pacchetto di misure che vennero successivamente riproposte in due documenti, unitamente denominati come Accordi di Basilea III e pubblicati nel dicembre 2010 con i seguenti titoli: “*Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*” e “*Schema internazionale per la misurazione, la regolamentazione e il monitoraggio del rischio di liquidità*”²¹³.

Le aree principali d'intervento del Comitato si sono delineate secondo tre direttrici: a) perfezionamento e rafforzamento, in termini quantitativi e qualitativi, del patrimonio di

²¹¹ L'attività del Comitato di Basilea in relazione ai primi due Accordi (ovvero, Basilea I e Basilea II) ed i relativi atti di trasposizione normativa possono essere, qui di seguito, sinteticamente tratteggiati. Il Comitato inizia la sua attività di esame interno e di studio nel 1975 e nel 1987 pubblica il primo documento in consultazione volto ad individuare criteri comuni a livello internazionale per la definizione di indici minimi di adeguatezza patrimoniale a cui le banche sono chiamate ad attenersi. L'anno successivo, luglio 1988, viene pubblicato il primo Accordo, denominato “*Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali minimi*” e conosciuto come Basilea I. Tale Accordo è stato successivamente recepito dalla Comunità Europea per mezzo delle direttive del Consiglio del 17 aprile 1989 n. 89/299/CEE, che si occupa dei fondi propri degli enti creditizi, e del 18 dicembre 1989 n. 89/647/CEE, relativa ai coefficienti di solvibilità degli stessi, le quali furono recepite nell'ordinamento nazionale rispettivamente dal Decreto Legislativo n. 302 del 10 settembre 1991 e dal Decreto Legislativo n. 481 del 14 dicembre 1992. In seguito, nel giugno 1999 viene presentata una nuova proposta di schema di adeguatezza del capitale e dopo circa sei anni di consultazione e tre studi di impatto quantitativo, si è giunti alla pubblicazione, il 26 giugno 2004, del nuovo schema di regolamentazione anch'esso intitolato, “*Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali minimi*” e conosciuto come Basilea II. Con tale accordo si assiste ad un rilevante riforma in quanto da tale momento la regolamentazione bancaria si presenta con una rinnovata architettura basata sui c.d. tre Pilastri: il primo, in cui sono disciplinati, sotto nuova forma, i requisiti patrimoniali minimi; il secondo, nel quale viene introdotto il c.d. processo di controllo prudenziale; infine, il terzo, laddove sono inserite le previsioni relative alla c.d. disciplina di mercato. Gli Accordi di Basilea II vennero accolti nell'ordinamento comunitario con le direttive 2006/48/CE (che si occupa dell'accesso all'attività bancaria da parte degli enti creditizi e del relativo esercizio) e 2006/49/CE (relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi), le quali sono altresì note con l'acronimo C.R.D. (*Capital Requirement Directive*) e sono state recepite dal legislatore nazionale con il D.L. 27 dicembre 2006, n. 297 e, in via regolamentare, con la Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006.

²¹² F. ACCETELLA, *L'Accordo di Basilea III*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2013, p. 466.

²¹³ Entrambi i documenti sono reperibili al sito www.bis.org.

vigilanza delle banche; b) introduzione dell'indice di leva finanziaria quale nuovo criterio di misurazione della solidità patrimoniale; c) costituzione di adeguate riserve di liquidità, al fine di garantire un'adeguata e costante riserva di provvista liquida, secondo criteri e parametri indicati nello stesso Accordo²¹⁴.

Gli Accordi di Basilea III sono stati quindi recepiti dall'ordinamento comunitario con il Regolamento n. 575/2013 e la Direttiva 2013/36/UE (entrambi) del 26 giugno 2013 a cui ha fatto seguito nell'ordinamento domestico la pubblicazione della Circolare della Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013.

Il quadro testé sinteticamente illustrato permette di comprendere come le prassi e gli orientamenti normativi in tema di vigilanza prudenziale operino su diversi piani e si presentino non come un quadro statico ed immutabile bensì in costante evoluzione mano a mano che il mercato si sviluppa e si trasforma (benché spesso tra l'accertamento di un problema e la reazione sul piano regolamentare sia riscontrabile un certo margine di ritardo).

²¹⁴ Il problema del c.d. "rischio di liquidità" era già stato in passato affrontato dallo stesso Comitato di Basilea con un *paper* dal titolo "*Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision*" e pubblicato nel settembre 2008. A tal riguardo, si può sinteticamente rilevare che le novità introdotte in tema di rischio di liquidità dispongono che le banche debbano rispettare due requisiti di indici minimi. Il primo è il c.d. *Liquidity Coverage Ratio* (LCR) che ha come obiettivo il rafforzamento della resilienza a breve termine del profilo di liquidità della banca. La sua funzione ultima è quella di assicurare che la banca abbia sufficienti *assets* altamente liquidi al fine di fronteggiare gli impegni dal lato delle uscite in uno scenario di stress su un orizzonte temporale di un mese. Il LCR si rifà alle metodologie tradizionali di "indice di copertura" della liquidità utilizzate internamente dalle banche per valutare l'esposizione a eventi aleatori di liquidità, e viene calcolato come rapporto tra lo stock dei cosiddetti HQLA (*High Quality Liquid Assets*) – composti da contanti e attività che possano essere convertite in contanti con una perdita modesta o nulla – e il totale dei deflussi di cassa netti (deflussi di cassa attesi al netto degli afflussi di cassa attesi nell'arco di 30 giorni) in uno scenario di stress, che considera eventi quali prelievi dai depositi al dettaglio, aumento delle volatilità del mercato e deflussi contrattuali. Il secondo indice è il *Net Stable Funding Ratio* (NSFR), che punta a rafforzare invece la resilienza su un più lungo orizzonte temporale (un anno). L'NSFR è definito come il rapporto tra l'ammontare disponibile di provvista stabile (*Available Amount of Stable Funding*, ASF) e l'ammontare obbligatorio di provvista stabile (*Required Amount of Stable Funding*, RSF). L'orizzonte temporale considerato per valutare la provvista stabile è di un anno. Per provvista stabile si intendono i tipi e gli importi di capitale di rischio e di debito che si ritiene costituiscano fonti affidabili di fondi su un orizzonte temporale di un anno in condizioni di stress prolungato. L'ammontare disponibile (ASF) di tale provvista è quella parte di patrimonio e di passività che è ritenuta essere "affidabile" entro l'anno: capitale, azioni privilegiate con scadenza uguale o superiore all'anno, passività con scadenza pari o superiore l'anno; la porzione dei depositi a vista fonte di *funding* per un periodo di tempo esteso, la quota di *funding wholesale* per un periodo di tempo esteso. L'ammontare obbligatorio (RSF) è invece l'ammontare di provvista richiesto all'intermediario. Tale ammontare è calcolato in funzione di alcune caratteristiche delle attività detenute e delle esposizioni fuori bilancio, quali ad esempio la vita residua o altre caratteristiche di liquidità. Esso è composto dagli investimenti in "attività meno liquide" che approssimano la necessità di *funding* stabile, quali azioni e obbligazioni, prestiti, immobili, partecipazioni e operazioni fuori bilancio. I valori contabili a bilancio vengono attribuiti a una delle categorie stabilite dal documento del Comitato di Basilea, a cui sono associati dei fattori di *haircut* per l'ASF e per il RSF, coefficienti di ponderazione che vengono applicati alle rispettive voci. Le due somme ponderate di tali valori vanno a costituire rispettivamente il numeratore e il denominatore dell'NSFR.

Parimenti, si è avuto modo di rilevare che le tematiche oggetto di attenzione da parte della disciplina bancaria – in ragione dei tecnicismi e gli interessi che vengono in gioco in tale tipo di impresa – sono numerose, assai articolate e tra loro strettamente interconnesse. Tuttavia, ai fini del presente scritto, si rende necessario soffermarsi ad esaminare, tenendo a mente anche una prospettiva diacronica ed evolutiva, la struttura e la composizione quali-quantitativa del c.d. “patrimonio di vigilanza” (oggi, c.d. “fondi propri”) per considerare a quali condizioni gli strumenti *contingent capital* possano essere in esso computati e quali siano, di riflesso, i vantaggi per gli stessi istituti di credito derivanti dall’emissione di tale tipo di titoli.

4. Funzioni e caratteristiche del patrimonio di vigilanza negli Accordi di Basilea e nella normativa di recepimento

Il principio cardine sotteso a tutti gli Accordi di Basilea, già introdotto nella prima edizione del 1988 e pacificamente accolto nelle normative di recepimento, prevede che le imprese bancarie, per essere autorizzate all’esercizio della loro attività e per continuare a svolgerla debbano rispettare “in ogni momento della loro vita” criteri minimi di “adeguatezza patrimoniale” puntualmente individuati dalla disciplina di vigilanza in termini quantitativi e qualitativi.

L’espressione “adeguatezza patrimoniale” sta in particolar modo a significare che le banche debbano dotarsi di un certo ammontare minimo di mezzi patrimoniali (c.d. fondi propri²¹⁵ o anche patrimonio di vigilanza) per far fronte ai rischi assunti nel corso della propria attività – così come definiti dal primo pilastro degli Accordi di Basilea e ripresi dalla normativa di recepimento – nonché per scongiurare le potenziali perdite che ne potrebbero derivare al fine di salvaguardare le ragioni dei creditori e, di riflesso, in una prospettiva macroeconomica, la stabilità dell’intero sistema bancario.

Le funzioni e le finalità del patrimonio di vigilanza testé richiamate permettono – e al contempo impongono – di rilevare che la disciplina bancaria volta ad imporre l’adeguata presenza di fondi propri non si sostituisce alla normativa civilistica relativa alla struttura patrimoniale della società di capitali ed ai principi contabili internazionali (IAS/IFRS) ai cui le banche si devono attenere per la valutazione delle poste contabili²¹⁶, bensì si affianca e si

²¹⁵ Ai sensi dall’art. 4, par. 1, n. 118, del Regolamento n. 575/2013 sono definiti fondi propri “*la somma del capitale di classe 1 e del capitale di classe 2*” mentre si intendono (n. 119) strumenti di fondi propri, gli “*strumenti di capitale emessi dall’ente che hanno i requisiti per essere considerati strumenti del capitale primario di classe 1, strumenti aggiuntivi di classe 1 o strumenti di classe 2*”.

²¹⁶ Obbligo introdotto dal Regolamento CE 2086/2004, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell’Unione Europea L. 363/I del 9 dicembre 2004 il quale è entrato in vigore l’1 gennaio 2005.

aggiunge ad esse, in un rapporto di specialità, allorché la società in questione eserciti l'attività bancaria.

Invero, a differenza del capitale sociale, di rilevanza – secondo i più recenti orientamenti dottrinali²¹⁷ – ai soli fini organizzativi interni (ad esempio, ripartizione degli utili, esercizio del diritto di voto, ecc...) e/o esterni (ad esempio, accertamento del verificarsi di una causa di liquidazione, ecc...), il patrimonio di vigilanza si configura invece come strumento volto ad assicurare la solidità patrimoniale della banca in rapporto ai propri rischi d'impresa, e a tal fine viene in rilievo non solo il capitale sociale ma anche le altre poste di passivo allorché queste presentino – in conformità alla disciplina regolamentare – uno spiccato livello di stabilità patrimoniale.

Il nesso logico e strutturale tra adeguata dotazione di “fondi propri” in rapporto ai rischi assunti e solvibilità dell'ente bancario è assai evidente, atteso che maggiore è la dotazione patrimoniale di un ente di credito maggiore è la capacità di assorbire eventuali sopravvenienze passive o minusvalenze di attivo senza alcun pregiudizio, quantomeno in prima battuta, sulle prospettive di continuità dell'attività d'impresa e di rimborso dei creditori sociali. A ciò si aggiunga che la costituzione di un patrimonio di vigilanza “robusto” rafforza la capacità delle banche di assorbire meglio eventuali shock derivanti da tensioni finanziarie ed economiche riducendo il rischio di contagio dal settore finanziario a quello dell'economia reale.

In conclusione, merita di essere evidenziato – sebbene ve ne sia già fatto cenno – che il criterio per la valutazione dell'adeguatezza dei fondi propri proposto dagli Accordi di Basilea (e da tutta la normativa che da essi discende) muove dalla tesi che il patrimonio delle banche deve essere adeguato ai rischi assunti, in virtù del fatto che ogni attività posta in essere da una impresa finanziaria comporta l'accettazione di un certo grado di rischio. Pertanto, maggiori sono i rischi assunti – anche in ragione del tipo di attività o delle dimensioni dell'ente – maggiori devono essere le dotazioni di patrimonio²¹⁸, atteso che, in una prospettiva di equità e di

²¹⁷ Sul punto, si veda la recente dialettica dottrinale tra L. Enriques e F. Denozza: L. ENRIQUES – J.R. MACEY, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, in *Cornell Law Review*, 86, 2001, 1165 ss.; F. DENOZZA, *A che serve il capitale sociale? (Piccole glosse a L. Enriques – J.R. Macey, creditors Versus capital Formation: the case against the european Legal capital Rules)*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2002, 585 ss.; L. ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2005, 607 ss.; F. DENOZZA, *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2006, 489 ss.

²¹⁸ In ragione del fatto che i debiti della banca sono certi (es. depositi in c/c e obbligazioni) e che i soldi consegnati all'istituto di credito dovranno in futuro essere restituiti o a vista o a scadenza, il punto di criticità è rinvenibile nelle modalità con cui la banca impiega i risparmi raccolti (c.d. rischio di credito). Pertanto, gli impieghi delle banche (ovverosia, i crediti della banca) vengono ponderati ai fini della determinazione del patrimonio di vigilanza per il rischio di solvibilità del debitore così adottando criteri di valutazioni diversi rispetto a quelli tipicamente utilizzati nella redazione dei bilanci. In altre parole, le attività vengono raggruppate in classi omogenee a seconda del livello di rischio tipico a cui sono soggette

competitività, non sarebbe infatti corretto imporre a banche con una politica prudenziale degli impieghi gli stessi obblighi patrimoniali di quelle propense a profili di rischio di più alto livello al fine di conseguire profitti più elevati.

5. La struttura quali-quantitativa dei fondi propri e l'approccio timido agli strumenti contingent capital nel CRR e nella CRD IV

Il patrimonio di vigilanza fin dalle sue origini non ha una struttura monolitica e si presenta assai variegato, comprendendo al proprio interno “materiali” per nulla omogenei, “né dal punto di vista economico, né da quello propriamente giuridico”²¹⁹. Se si provasse a fornirne una rappresentazione grafica, il patrimonio di vigilanza potrebbe essere descritto come un cono rovesciato suddiviso in diversi strati alla base del quale stanno le consistenze patrimoniali più stabili e (in tesi) maggiormente idonee all'assorbimento delle perdite, mentre, mano a mano che lo stesso si restringe, le componenti patrimoniali assumono maggior instabilità in quanto trattasi di strumenti di finanziamento da rimborsarsi a scadenza o, più in generale, con minor capacità di assorbimento delle perdite.

Gli Accordi di Basilea III e, per gli effetti, il Regolamento UE n. 575/2013 (in seguito, anche, CRR) hanno riordinato in modo rilevante la struttura complessiva dei fondi propri razionalizzando le poste in essi iscrivibili e rafforzandole sia sotto il profilo quantitativo sia qualitativo²²⁰, sicché, oggi, il patrimonio di vigilanza è costituito dalla somma algebrica del c.d.

(esempio, crediti autoliquidanti verso imprese, titoli di stato, ecc...) e a ciascuna classe viene attribuito un fattore di ponderazione per cui moltiplicare il valore delle attività in essa ricomprese. Ad esempio:

- Titoli di stato: ponderazione pari al 20%; € 1.000,00 (investimento) * 20 (% rischio ponderato) = € 200,00 (valore dell'esposizione al rischio ponderato);

- Crediti Commerciali (es. sconto di fatture o portafoglio commerciale); € 500,00 (importo scontato) * 100% (% rischio ponderato) = € 500,00 (valore dell'esposizione al rischio ponderato)

Dati i predetti valori di rischio ponderato pari a complessivi € 700,00 dovrò ora calcolare la percentuale di capitale *Core Tier 1* e il capitale di rischio complessivo che dovrò possedere. Se il rapporto tra *Core Tier 1* e attività ponderate per il rischio deve essere pari al 6%, allora: € 700,00 * 0,06 = 42 (il *Core Tier 1* dovrà essere pari a 42). Se invece il rapporto tra fondi propri e attività ponderate per il rischio deve essere pari all'8%, allora: 700,00 * 0,08 = 56 (i fondi propri complessivi dovranno essere pari a € 56).

²¹⁹ D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 247.

²²⁰ Cfr. art. 92, par. 1, del CRR il quale dispone che Articolo 92 che “subordinatamente agli articoli 93 e 94, gli enti soddisfano sempre i seguenti requisiti in materia di fondi propri: a) un coefficiente di capitale primario di classe 1 del 4,5%; b) un coefficiente di capitale di classe 1 del 6%; c) un coefficiente di capitale totale dell'8%”, mentre nel vigore della Circolare Banca d'Italia n. 263/2006, Titolo I, Capitolo 2, Sezione II, il patrimonio di vigilanza risultava suddiviso in tre sezioni: (i) il patrimonio di base (c.d. *Tier 1 capital*) che corrispondeva al netto della società e nel quale confluivano gli strumenti innovativi e non innovativi del capitale; (ii) il patrimonio supplementare (c.d. *Tier 2 capital*) nel quale confluivano gli strumenti innovativi e non innovativi di capitale (per la parte non computabile nel *Tier 1 capital*), gli strumenti ibridi di patrimonializzazione e le passività subordinate di 2° livello (entro il 50% del patrimonio di base); (iii) il patrimonio di 3° livello (c.d. *Tier 3 capital*), composto dalla quota di passività subordinate di 2° livello non computabili nel patrimonio supplementare nonché ulteriori passività subordinate definite di 3° livello. Per una ricostruzione ed esame della composizione del patrimonio di

Tier 1 capital (sotto la vigenza della Circolare Banca d'Italia n. 263/2006, noto anche come “patrimonio di base”) e del c.d. *Tier 2 capital* (conosciuto come “patrimonio supplementare”).

Il *Tier 1* può essere a sua volta suddiviso in due componenti: (a) il “patrimonio di qualità primaria” (c.d. *Common Equity Tier 1* o *Core Tier 1*), corrispondente al patrimonio netto dell'impresa bancaria con maggior capacità di assorbimento delle perdite (capitale versato, riserve, utili, ecc...); (b) il “capitale aggiuntivo di classe” (c.d. *Additional Tier 1 capital* o AT1) nel quale invece confluiscono una quota dei corrispettivi versati per la sottoscrizione dei c.d. “strumenti di capitale” emessi dalla banca (anche detti, strumenti ibridi tra quali, per le ragioni che si diranno, possono essere annoverati gli strumenti *contingent capital*) i quali, pur rientrando nel novero dei c.d. fondi propri, da un punto di vista contabile dovrebbero tuttavia figurare tra le passività della società in quanto qualificabili come debiti.

Sotto il profilo quantitativo, il CRR cambia gli equilibri interni al patrimonio di vigilanza e dispone che il *Tier 1 capital* debba essere pari ad almeno il 6% delle attività ponderate per il rischio (come determinate secondo le specifiche dello stesso regolamento), e che, al suo interno, il *Common Equity Tier 1* sia almeno pari al 4,5% delle attività ponderate per il rischio, discendendone che, ancorché sia ammissibile che l'intero *Tier 1* sia composto da solo capitale sociale *CET1*, tuttavia, se del caso, la componente *Additional Tier 1* possa essere pari all'1,5%.

Il requisito complessivo del patrimonio di vigilanza, nel quale bisogna tenere conto anche dell'eventuale componente *Tier 2 capital*²²¹, è invece fissato in misura pari all'8% delle attività ponderate per il rischio.

Quella testé illustrata può essere definita come la struttura “base” del patrimonio di vigilanza in quanto si delinea come componente fissa – sebbene variamente declinata al suo interno – che deve essere sempre rispettata da tutti gli enti di credito a prescindere dalle loro dimensioni, dal tipo di operatività oppure dall'andamento dei mercati e dei cicli economici.

Ciò posto, si deve però osservare che a “protezione” del patrimonio di vigilanza gli Accordi di Basilea e la Direttiva 2013/36/UE (anche, CRD IV) hanno previsto che ciascuna banca, al ricorrere di determinate circostanze, predisponga due tipi di “riserve patrimoniali” (cd. *buffer*): la prima, c.d. “riserva di conservazione del capitale”²²² la cui funzione è quella di assicurare che nei periodi di “tranquilla gestione” (ovverosia, in assenza di tensioni finanziarie)

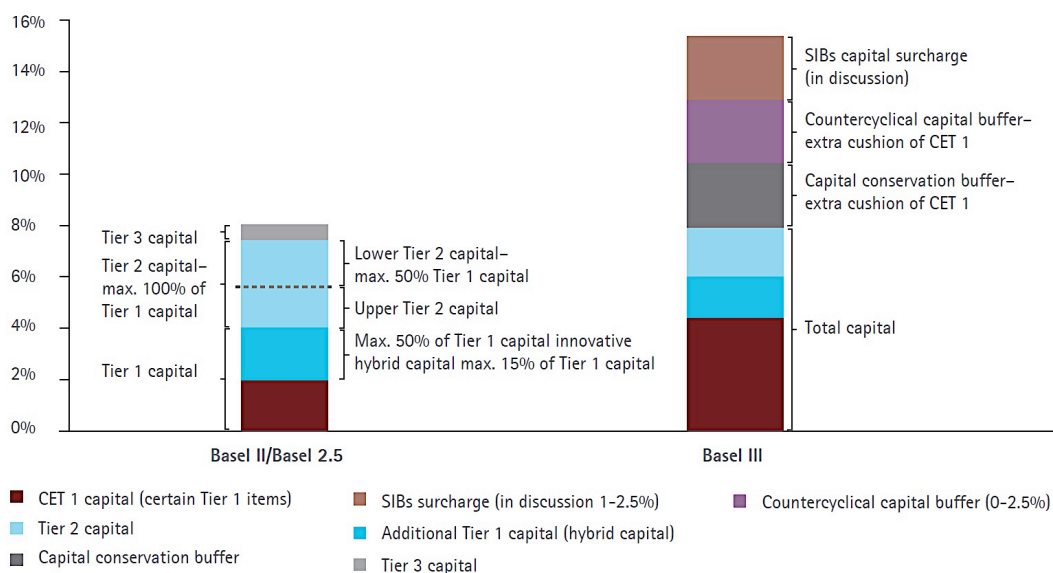
vigilanza prima dell'entrata in vigore del CRR, si veda F. DAGNINO, *Capitale versato e strumenti innovativi di capitale nella disciplina di vigilanza delle banche italiane: il principio della prevalenza della sostanza sulla forma*, in *Banca Impresa Società*, 2009, p. 426 ss.

²²¹ Va evidenziato che anche la presenza di componenti patrimoniali *Tier 2* nei fondi propri è facoltativa, atteso che è pur possibile che il requisito di capitale minimo più essere raggiunto utilizzando strumenti patrimoniali più stabili ascrivibili al *Common Equity Tier 1* o all'*Additional Tier 1*.

²²² Cfr. art. 129 della Direttiva 2013/36/UE.

le banche accumulino riserve patrimoniali dalle quali attingere per assorbire eventuali perdite che dovessero in seguito occorrergli; la seconda, c.d. “riserva di capitale anticiclica” (ovvero, *countercyclical buffer*)²²³, è invece finalizzata a creare una relazione più stringente tra i requisiti patrimoniali di un ente ed il contesto finanziario in cui lo stesso opera, di modo che il *buffer* anticiclico possa essere attivato dalle autorità nazionali, allorché si reputi che contestualmente ad un eccessivo incremento del credito all’interno di un paese si stia assistendo anche ad un accumulo dei rischi sistemici, con l’obiettivo di imporre ai soggetti vigilati un ulteriore “cuscinetto” patrimoniale che li tuteli contro eventuali e future perdite sui crediti.

Entrambe le predette riserve, se attivate, devono raggiungere la soglia minima del 2,5% delle attività ponderate per il rischio con la possibilità di incremento, se richiesto dalle autorità di vigilanza nazionale, e devono essere formate da strumenti di capitale ascrivibili al capitale primario di classe 1 (ovverosia, da *Common Equity Tier 1*)²²⁴.



Source: Accenture, based on Basel III – Leitfaden zu den neuen Eigenkapital- und Liquiditätsregeln für Banken (2011), Bundesbank and CRD IV – Frequently Asked Questions (2011), European Commission.

Note: The treatment of hybrid capital instruments was amended within the CRD II (harmonization of the eligibility criteria and limits of hybrid capital instruments); further amendments follow within Basel III.

A ciò si aggiunge che gli enti creditizi a rilevanza sistemica (*Global Systemically Important Institution*, conosciuti con l’acronimo G-SII) e gli altri enti ad essi assimilati (*Other Systemically Important Institution*, conosciuti con l’acronimo O-SII)²²⁵, proprio per la loro rilevanza globale e, di riflesso, anche domestica, possono porre rischi maggiori per la stabilità

²²³ Cfr. art. 130 della Direttiva 2013/36/UE.

²²⁴ Cfr. artt. 129 e 130 della Direttiva 2013/36/UE. È quindi esclusa la possibilità di ottemperare a tali requisiti minimi di patrimonializzazione attraverso strumenti *ATI*. Ciò non toglie che eventuali integrazioni oltre tale soglia minima possano essere eseguite mediante l’utilizzo di quest’ultimo tipo di strumenti.

²²⁵ Cfr. art. 131 della Direttiva 2013/36/UE.

dell'intero sistema finanziario²²⁶, per tale motivo, è quindi loro imposto di detenere un ulteriore quota di capitale primario di classe 1 (*i.e. Common Equity Tier 1*) variabile tra l'1% e il 3,5% delle attività ponderate per il rischio in ragione della categoria dimensionali a cui afferiscono.

Il quadro sin qui delineato, sebbene estremamente schematico, rammostra quanto sia articolata la disciplina del patrimonio di vigilanza degli enti creditizi in ragione sia dell'eterogeneità delle disposizioni normative che lo governano, sia delle diversi componenti che lo vanno in concreto a formare. In siffatto contesto, è evidente come la computabilità di uno strumento di capitale nei fondi propri, più precisamente, in uno specifico livello del patrimonio di vigilanza, può avvenire solo se risultano verificati determinati presupposti; vale a dire, se lo strumento in questione presenti una struttura negoziale che risulti conforme a quella richiesta dalla normativa regolamentare di settore che ne sancisce i requisiti per la computabilità nei fondi propri.

È inoltre di immediata evidenza che la composizione qualitativa richiesta dalla nuova architettura regolamentare (sia con riferimento agli Accordi di Basilea III che alla disciplina comunitaria di recepimento) ponga una maggior enfasi sul *common equity* (ovverosia, patrimonio primario di classe 1) – prevedendone l'esclusivo utilizzo anche per le riserve di conservazione del capitale, per quelle anticicliche nonché per quelle richieste ai G-SII – piuttosto che sugli strumenti ibridi aventi caratteristiche sia di debito che di capitale di rischio (*i.e. strumenti contingent capital*). Tale conclusione pare essere motivata dal fatto che durante la crisi finanziari i “vecchi” strumenti ibridi (quelli emessi nel vigore della precedente normativa), nonostante prevedessero clausole di *loss absorption*, di fatto non sono stati in larga parte utilizzati per coprire le rilevanti perdite delle banche in quanto il *management* di queste ultime voleva evitare che il mercato potesse percepire – in ragione dell'attivazione di tali strumenti – eventuali segnali negativi sul loro “stato di salute” patrimoniale²²⁷.

In ordine all'uso degli strumenti *CoCos* le posizioni delle autorità di vigilanza si sono andate evolvendo nel tempo all'indomani dell'inizio della crisi. In prima battuta (nel vigore della regolamentazione di Basilea II) si è registrato un orientamento favorevole al

²²⁶ Cfr. 85° considerando della Direttiva 2013/36/UE, secondo cui “*Gli Stati membri dovrebbero poter richiedere a determinati enti di detenere, oltre a una riserva di conservazione del capitale e a una riserva di capitale anticiclica, una riserva di capitale a fronte del rischio sistemico al fine di prevenire ed attenuare il rischio sistemico o macroprudenziale non ciclico a lungo termine non coperto dal regolamento (UE) n. 575/2013 qualora esista un rischio di perturbazione del sistema finanziario che può avere gravi conseguenze negative per il sistema finanziario e l'economia reale di un determinato Stato membro. Il coefficiente della riserva di capitale a fronte del rischio sistemico si dovrebbe applicare a tutti gli enti o a uno o più comparti di detti enti, quando gli enti presentano profili di rischio simili nelle rispettive attività*”. In ordine ai criteri per l'identificazione degli enti a rilevanza sistemica, si vedano le “*Technical standards and guidelines for the identification of global systemically important institutions (G-SIIs)*” dell'EBA, disponibili al sito www.eba.europa.eu.

²²⁷ Cfr. S. SORRENTINO, *Basilea III e contingent capital: occasione mancata o falsa panacea?*, cit., p. 27.

riconoscimento sul piano regolamentare dei *contingent capital* come mezzo per rafforzare la disciplina di mercato e per stimolare gli azionisti e gli organi di gestione ad assumere rischi compatibili con la propria dotazione patrimoniale²²⁸. Tuttavia, agli esiti della predisposizione degli Accordi di Basilea III, benché in più parti si valorizzi l’opportunità di esaminare il ruolo che gli strumenti *contingent capital* possano o debbano svolgere nello schema di adeguatezza patrimoniale²²⁹, è prevalsa – soprattutto con riguardo all’uso di strumenti ibridi per la riserva di conservazione del capitale per i G-SII – una linea maggiormente diffidente, vuoi, per ragioni di interesse politico²³⁰, vuoi, per timori in merito alle potenziali incognite circa la struttura ed il funzionamento degli strumenti *high trigger CoCos*.

Va però osservato che nonostante l’uso degli strumenti *ATI CoCos* risulti in parte limitato ai fini del conseguimento del livello minimo di patrimonializzazione e dei buffer di protezione, ciò non toglie che gli stessi possano essere liberamente impiegati – come si è fatto in alcuni ordinamenti – per rafforzare oltre soglia minima le voci componenti i fondi propri o le altre riserve obbligatorie, così di fatto ottenendo una loro riabilitazione sul piano operativo²³¹.

²²⁸ Cfr. *Idem*, p. 40.

²²⁹ In particolare si veda, BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, dicembre 2010 – aggiornamento giugno 2011, disponibile al sito www.bis.org, p. 3, laddove si precisa che “il Comitato ha previsto che l’introduzione di questi cambiamenti avvenga in modo da minimizzare l’impatto sugli strumenti di capitale computabili già emessi. Continua altresì a esaminare il ruolo che gli strumenti obbligazionari convertibili automaticamente in capitale al verificarsi di determinati eventi (c.d. *contingent capital*) dovrebbero svolgere nello schema di adeguatezza patrimoniale”.

²³⁰ M. LOUIS, *Regulators’ Decision on Contingent Capital Backs U.S. Stance*, 27 giugno 2011, disponibile al sito www.bloomberg.com, la quale evidenzia che “the decision to make too-big-to-fail banks primarily use retained earnings and ordinary shares to meet heightened capital requirements was a victory for U.S. regulators over their European counterparts. The Basel Committee on Banking Supervision largely rejected requests from European countries to use some forms of contingent instruments to satisfy the new capital buffers. Regulators have yet to prove that so-called CoCo bonds, which convert into ordinary shares if a trigger event occurs, can absorb a bank’s losses, a person familiar with the negotiations said”.

²³¹ Cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Global systemically important banks: updated assessment methodology and the higher loss absorbency requirement*, luglio 2013, p. 14, par. 53, laddove si rileva che “The Group of Governors and Heads of Supervision and the Committee will continue to review contingent capital, and support the use of contingent capital to meet higher national loss absorbency requirements than the global requirement, as high-trigger contingent capital²⁶ could help absorb losses on a going-concern basis”. Inoltre si veda FINMA (Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari), *Addressing “Too Big To Fail” – The Swiss SIFI Policy*, cit., p. 31, laddove si ha modo di apprezzare l’ampio ricorso agli strumenti *CoCos* al fine di integrazione e rafforzamento dell’intero patrimonio di vigilanza ad opera della disciplina regolamentare svizzera:

I. Minimum requirement	4.5% common equity
II. Buffer	8.5%, comprising - at least 5.5% common equity, - up to 3% CoCos (trigger at 7% common equity)
III. Progressive component	6% CoCos subject to big bank status quo (trigger at 5% common equity)

Di seguito, verranno analizzati più in dettaglio gli strumenti computabili nel *Tier 1*, soffermandosi specificamente a considerare gli elementi tipizzanti gli *Additional Tier 1 instrument* in ragione del fatto che in tale la categoria sono di prassi computabili gli strumenti *contingent capital*.

5.1. (segue) Gli strumenti di capitale primario di classe 1 (ovvero, di *Common Equity Tier 1*)

Nel variegato complesso degli elementi riconducibili al capitale primario di classe 1²³² sono degni di particolare attenzione i c.d. “strumenti di capitale” espressamente disciplinati dall’art. 28 del CRR.

Sul piano strettamente ermeneutico va rilevato che il CRR nell’individuare quali siano gli strumenti patrimoniali computabili nel *common equity Tier 1* delle banche fa uso di una denominazione volutamente generica (*i.e.* “strumenti di capitale”) al fine di tenere in debito conto, da un punto di vista di tecnica legislativa, delle diverse situazioni di partenza riscontrabili sul piano normativo e definitorio nei diversi ordinamenti comunitari.

Il regolamento non procede quindi ad individuare in via immediata e diretta quali siano gli strumenti disciplinati dagli ordinamenti nazionali compatibili con i requisiti richiesti del *CET1*, bensì, dopo aver definito le caratteristiche essenziali, rimette alla regolamentazione tecnica dell’EBA la determinazione in concreto di quali siano gli “strumenti” previsti nella legislazione degli stati membri che possono integrare i presupposti ivi indicati²³³.

Ciò posto, le disposizioni del CRR confermano in larga parte l’impianto generale previsto per gli strumenti di capitale *CET1* già in vigore con le Nuove Disposizioni di Vigilanza Prudenziale di cui alla circolare n. 263 del 2006 della Banca d’Italia²³⁴ e ne rafforza i requisiti –

Total	19% of total capital, comprising - at least 10% common equity - up to 9% CoCos
-------	--

²³² Cfr. Art. 26, par. 1, CRR secondo cui “*gli elementi del capitale primario di classe 1 degli enti sono i seguenti: a) strumenti di capitale, purché siano soddisfatte le condizioni di cui all'articolo 28 o, ove applicabile, all'articolo 29; b) sovrapprezzi di emissione relativi agli strumenti di cui alla lettera a); c) utili non distribuiti; d) altre componenti di conto economico complessivo accumulate; e) altre riserve; f) fondi per rischi bancari generali*”.

²³³ Cfr. comunicato stampa EBA del 28.5.2014, *EBA publishes list of Common Equity Tier 1 (CET1) capital instruments*, disponibile al sito www.eba.europa.eu, laddove si precisa che, per quanto riguarda l’ordinamento italiano sono ammessi fra gli strumenti di capitale: a) le azioni ordinarie; b) azioni privilegiate; c) azioni cooperative emesse da banche di credito cooperativo; d) Azioni cooperative emesse da banche popolari; e) nuovi strumenti finanziari previsti dall’art. 23-sexies del d.l. 95/12 “Monti bond” (questi ultimi in via eccezionale, ai sensi dell’art. 483 del CRR).

²³⁴ Si veda Circolare Banca d’Italia n. 263 del 2006, Titolo II, Capitolo 6, Sezione II, art. 1.

in punto di limitazione degli eventuali di diritti preferenziali al pagamento dei dividendi e alla quota finale di liquidazione²³⁵ – che gli stessi devono rispettare per l’ascrivibilità nel *CET1*.

Per quel che più rileva ai fini del presente scritto, si evidenzia che ai sensi dell’art. 28, par. 1, lett. i), CRR gli strumenti *Common Equity Tier 1* sono tenuti primariamente, rispetto a tutti gli altri strumenti di patrimonializzazione emessi dall’ente creditizio, ad assorbire la prima parte delle perdite che dovessero di volta in volta manifestarsi, con la precisazione che “*ciascun strumento assorbe le perdite nella stessa misura di tutti gli altri strumenti del capitale primario di classe 1*”²³⁶.

In una prospettiva sistematica, si può rilevare che il ruolo di preminenza nell’assorbimento delle perdite imposto agli strumenti di capitale, da un lato, lascia immutato il fatto che le eventuali riserve di patrimonio netto anch’esse facenti parte del capitale primario di classe 1 (ad esempio, riserva sovrapprezzo azioni, riserve di utili, ecc...) debbano assorbire le perdite prima che gli strumenti di capitale in discorso, dall’altro, tale previsione pare confermativa del principio secondo, cui in via generale, il diritto al rimborso degli azionisti è postergato rispetto a quelle di tutti i creditori sociali.

A tale ultimo riguardo, occorre però precisare che, *ex art. 28, par. 2, CRR*²³⁷, tale principio è da ritenersi in ogni caso rispettato anche qualora le perdite – invece che dal *CET1* – siano primariamente assorbite dagli strumenti *Additional Tier 1* o *Tier 2* eventualmente emessi dall’ente di credito i quali, sebbene siano qualificabili come passività, rispettivamente, devono o possono prevedere una condiziona contrattuale al verificarsi della quale ha luogo la riduzione del loro valore nominale o la loro conversione in capitale di rischio; circostanza che potrebbe verificarsi prima che le eventuali perdite abbiano intaccato il capitale sociale²³⁸.

In chiave di analisi del dato legislativo, occorre interrogarsi in merito alla *ratio* di quest’ultima disposizione la quale pare introdurre una vera e propria eccezione ad un principio

²³⁵ Cfr. art. 28, par. 1, lettere (h), punto (i), e par. 4, del CRR.

²³⁶ La precisazione in ordine all’imputazione delle perdite pare doversi apprezzare alla luce del fatto che gli enti di credito possono aver emesso diverse tipologie di strumenti *CET1*, ovverosia, a titolo esemplificativo: azioni ordinarie, azioni privilegiate o altre categorie speciali di azioni. Tuttavia, pare possibile affermare che la disposizione regolamentare testé richiamata non potrà in ogni caso trovare applicazione allorché venga preventivamente individuata una precisa gradazione in ordine alle modalità di assorbimento delle perdite, attraverso clausole di postergazione.

²³⁷ In particolare, l’art. 28, par. 2, CRR prevede che “*le condizioni di cui al paragrafo 1, lettera i), si considerano soddisfatte anche in caso di riduzione permanente del valore nominale degli strumenti aggiuntivi di classe 1 o di classe 2*”.

²³⁸ Cfr. ESMA, “*Potential Risks Associated with Investing in Contingent Convertible*”, Statement del 31 luglio 2014 laddove precisa che “*Capital structure inversion risk: contrary to classic capital hierarchy, CoCo investors may suffer a loss of capital when equity holders do not. In certain scenarios, holders of CoCos will suffer losses ahead of equity holders, e.g., when a high trigger principal write-down CoCo is activated. This cuts against the normal order of capital structure hierarchy where equity holders are expected to suffer the first loss. This is less likely with a low trigger CoCo when equity holders will already have suffered loss. Moreover, high trigger Tier 2 CoCos may suffer losses not at the point of gone concern but conceivably in advance of lower trigger ATIs and equity*”.

cardine del diritto societario secondo cui gli azionisti sopportano le perdite in grado peggiore rispetto ai creditori sociali.

Ad avviso di chi scrive, si ritiene che il disposto dell'art. 28, par. 2, CRR, oltre implicitamente ad ammettere una alterazione al generale principio di gradazione nell'assorbimento delle perdite²³⁹, miri a fugare qualunque dubbio in ordine al fatto che gli strumenti di capitale di rischio (*i.e.* le azioni) sono in ogni caso computabili nei fondi propri, quali *CET1*, e non mutano la loro qualificazione formale, anche nell'ipotesi in cui di fatto sostengano le perdite sociali successivamente agli strumenti di debito afferenti al patrimonio di vigilanza²⁴⁰. Pertanto, al lato pratico, si può affermare che gli strumenti *CET1* faranno fronte alla maggior parte delle perdite in via primaria, salvo che l'ente creditizio non abbia emesso strumenti *Additional Tier 1* o *Tier 2*²⁴¹.

Attese tali considerazioni, gli strumenti di *Common Equity Tier 1* sono in grado di ottemperare alla loro funzione di assorbimento delle perdite sociali, in aperta dialettica con gli altri strumenti patrimoniali, sia in una prospettiva di *c.d. going concern* (vale a dire, stress finanziari che non pregiudicano la continuità dell'attività d'impresa) sia in quella *c.d. di gone concern* (ovverosia, di risoluzione dell'ente in ragione del verificarsi dei presupposti per la messa in liquidazione). Nella prima ipotesi, potendo sospendere o limitare la distribuzione dei dividendi ovvero, nel caso di perdite di entità tale da intaccare il capitale sociale, mediante la riduzione di quest'ultimo; nella seconda ipotesi, la funzione di *loss absorption* – coincidendo con la liquidazione o il fallimento dell'ente di credito – risulterà garantita dalla qualità di *residual claimants* dei titolari degli strumenti *CET1* i quali avranno diritto a percepire la quota residua della liquidazione subordinatamente al rimborso di tutti gli altri creditori dell'ente²⁴²; salvo – se del caso – l'assorbimento delle perdite da parte dei titolari degli strumenti *ATI* o *Tier 2*, se medio tempore si verifica l'evento attivatore convenuto.

5.2. Gli strumenti *Additional Tier 1 Capital*

La disciplina degli strumenti “ibridi” *Additional Tier 1* (anche detti, *ATI*) è stata emendata in modo significativo dal CRR il quale ha introdotto requisiti più stringenti sia sotto il

²³⁹ Sul punto si ritornerà *infra sub* Cap. 2, par. 5.2.2.3.

²⁴⁰ In altre parole, tenuto conto, anche per le ragioni che si andranno esponendo in seguito, che gli strumenti *ATI* – ancorché qualificabili come passività sociali – possono essere chiamati ad assorbire le perdite prima degli strumenti di capitale *CET1*, ciò potrebbe ingenerare qualche incertezza sull'effettiva qualificazione di questi ultimi quali strumenti *residual claimants* posto che tali qualifica da un punto di vista operativo sarebbe più opportunamente attribuibile ai titoli *CoCos ATI*.

²⁴¹ Cfr. L.A. LO PO', *I nuovi strumenti ibridi di capitale tra implicazioni regolamentari e questioni di diritto societario*, in *Rivista di Diritto Bancario*, disponibile al sito www.dirittobancario.it, p. 5.

²⁴² Cfr. art. 28, par 1, lett. k, CRR.

profilo qualitativo sia quantitativi rispetto alla normativa comunitaria e domestica precedente in vigore, in punto di strumenti innovativi e non innovativi del capitale.

Va preliminarmente rilevato che la peculiare regolamentazione a cui sono sottoposti gli strumenti *ATI*, attraverso il prisma della disciplina di vigilanza, rende questi ultimi veri e propri “strumenti ibridi” in quanto esaminati nella loro struttura giuridica sia in quella operativa presentano contorni assi indefiniti, discendendone, in una prospettiva sistematica, l'impossibilità di una loro agevole collocazione in una delle due macro-categorie da sempre ritenute comunicabili; vale a dire, il capitale di rischio e quello di credito²⁴³.

Un'analisi teleologica delle disposizioni relative alla computabilità degli strumenti *ATI* nel patrimonio di vigilanza permette di rilevare che gli stessi – ancorché iscritti tra le passività sociali – in ragione delle peculiari caratteristiche che la normativa impone loro di rispettare (tra le quali, una spiccata subordinazione, la capacità di assorbimento delle perdite, la facoltà di discrezionale di annullamento dei corrispettivi periodici, ecc...) si atteggiavano di fatto “come se” fossero mezzi propri a disposizione dell'ente emittente²⁴⁴. E ciò risulta oltremodo evidente se si considera che il CRR ha avuto cura di precisare che gli strumenti in discorso, sebbene figurino sotto il profilo contabile come debiti, non sono considerabili tali ai fini di provare l'insolvenza dell'ente emittente²⁴⁵.

Si noti inoltre che, sul piano operativo, gli strumenti in esame permettono, a determinate condizioni, la possibilità di far “trasmigrare” una quota del passivo a patrimonio netto non solo in termini “virtuali” ai fini della determinazione del patrimonio di vigilanza ma anche “in concreto”, allorché incorporino una clausola di assorbimento delle perdite che preveda la loro conversione in capitale di rischio.

La *ratio* di detta virtuale “trasmigrazione” (da voci di “passivo” a voci di “patrimonio netto”) è facilmente intuibile atteso che l'elevato livello di subordinazione, la loro irredimibilità²⁴⁶ unitamente all'elevata capacità di assorbimento delle perdite, rende tali strumenti – sotto il profilo del rischio sopportato – non dissimili dagli strumenti di capitale primario di classe 1, dovendosi peraltro osservare che, in talune circostanze, come si è già fatto cenno, presentano pure una maggior capacità di *loss absorption*.

²⁴³ D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 228.

²⁴⁴ D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 242.

²⁴⁵ Cfr. Regolamento UE n. 575/2013, art. 52, par. 1, lett. m, secondo cui “*gli strumenti non contribuiscono ai fini della determinazione che le passività di un ente superano le sue attività, quando tale determinazione costituisce una prova di insolvenza in base al diritto nazionale applicabile*”.

²⁴⁶ Cfr. art. 52, par. 1, lett. g, CRR, laddove precisa che “*gli strumenti sono perpetui e le disposizioni che li governano non prevedono alcun incentivo al rimborso per l'ente*”.

Nella prospettiva in esame, la definizione e le caratteristiche strutturali degli “elementi aggiuntivi di classe 1” devono essere principalmente desunte dal CRR nonché, in termini di disciplina di dettaglio, delle norme tecniche predisposte dall’EBA.

In particolare, ai sensi dell’art. 51 della CRR sono ascrivibili nella categoria in esame gli “*strumenti di capitale*” che rispettano le condizioni di cui al successivo art. 52 nonché le poste di sovrapprezzo correlate all’emissione degli stessi.

Il legislatore comunitario utilizza anche per gli strumenti *ATI*, così come si è visto in tema di *CETI*, la dizione “strumenti di capitale” al fine di non limitare *ex ante*, attraverso una dichiarazione di tipo nominalistico, la forma giuridica che gli stessi possono assumere²⁴⁷, facendo così salvo il principio di sussidiarietà del diritto comunitario e rimettendo alla disciplina domestica degli stati membri (e delle relative autorità di vigilanza) l’individuazione in concreto del “*vestmentum*” che gli stessi potranno assumere²⁴⁸.

Muovendo da tale prospettiva, l’art. 52 del CRR si limita quindi, sulla scorta di quanto proposto dagli Accordi di Basilea III, a definire i requisiti che ciascun titolo deve rispettare ai fini della computabilità nel patrimonio di vigilanza.

5.2.1. La rinnovata e rafforzata capacità di assorbimento delle perdite degli strumenti *ATI*

Scendendo nel dettaglio, gli strumenti *ATI* così come riformati, rispetto ai precedenti strumenti innovativi e non innovativi del capitale²⁴⁹, presentano una più spiccata stabilità e capacità di assorbimento delle perdite sia in continuità sia nel caso di liquidazione.

A tal riguardo, si osserva infatti che affianco all’obbligo di immediata liberazione degli strumenti in esame all’atto dell’emissione²⁵⁰ e al divieto di prestare garanzie per l’acquisto da parte dell’emittente o di sue controllate²⁵¹, viene ribadito che i titoli *ATI* devono essere – senza

²⁴⁷ Con spunto critico, sebbene con riferimento agli strumenti di capitale primario di classe 1, F. ACCETELLA, L’Accordo di Basilea III, *cit.*, p. 502, rileva “*non sembra che la questione sia meramente nominalistica e il rischio potenziale che attraverso la mancata specificazione della forma di tali strumenti si allarghino le maglie delle entità ricomprese nel patrimonio di primissima qualità e, per tale via, si determinino rilevanti differenze applicative a livello dei singoli Paesi appare concreto*”. Lo stesso Autore da inoltre atto che detto rischio potrebbe risultare temperato dall’attività dell’EBA chiamata a formare un elenco circa gli strumenti di ciascun Stato membro che soddisfanno le suddette condizioni.

²⁴⁸ Cfr. *infra* Cap. 3, par. 3.4.

²⁴⁹ Cfr. Titolo I, Capitolo 2, Sezione I, art. 3, della Circolare Banca d’Italia n. 263 del 2006, gli strumenti innovativi di capitale erano definiti come quegli strumenti ibridi facenti parte del patrimonio di base dotati (al contrario degli strumenti non innovativi) di incentivi al rimborso anticipato. Tali incentivi venivano definiti come quelle clausole contrattuali suscettibili di ingenerare nei detentori l’aspettativa che lo strumento venisse rimborsato dall’emittente alla data di esercizio dell’opzione di rimborso anticipato dello strumento stesso (c.d. *call date*).

²⁵⁰ Cfr. art. 52, par. 1, lett. a, CRR.

²⁵¹ Cfr. art. 52, par. 1, lett. c, CRR.

eccezione alcuna – perpetui²⁵² (ovverosia, la loro scadenza coincide con la liquidazione dell'emittente). Tale previsione, permette di vedere garantita, e di riflesso rafforzata, la stabilità finanziaria e patrimoniale dell'ente di credito per tutta la sua “vita” residua, atteso che quest'ultimo, al pari di quanto previsto per gli strumenti di capitale sociale, non sarà tenuto ad alcun rimborso anticipato o a scadenza degli apporti dai terzi investitori.

A ciò si aggiunga, che in evidente riforma di quanto in precedenza previsto²⁵³ è fatto assoluto divieto di prevedere clausole contrattuali che incentivino il rimborso anticipato (c.d. *step-up clause*²⁵⁴) da parte dell'ente, le quali – come si è visto nel corso della crisi – possano influire negativamente sulla stabile permanenza degli strumenti *AT1* nel patrimonio dell'emittente in quanto la banca dal mancato esercizio dell'opzione di riacquisto alla c.d. *call date* dovrà sopportare oneri maggiori derivanti dall'aumento del tasso di interesse da corrispondere al titolo dello strumento²⁵⁵.

²⁵² Cfr. *supra sub* nota n. 78. Con riferimento alla precedente disciplina, cfr. Titolo I, Capitolo 2, Sezione II, art. 4, lett. b, della Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, laddove in punto di strumenti innovativi e non innovativi del capitale si disponeva che “i titoli devono essere irredimibili o avere una scadenza non inferiore a 30 anni. L'eventuale facoltà di rimborso da parte dell'emittente non può essere prevista prima che siano trascorsi 5 anni dall'emissione e previa autorizzazione della Banca d'Italia”.

²⁵³ Cfr. Titolo I, Capitolo 2, Sezione II, art. 4, lett. b, della Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006.

²⁵⁴ Si parla di clausola di *step-up* quando è prevista l'applicazione di tassi cedolari via via crescenti nel corso della durata del prestito, per esempio a seguito del mancato rimborso degli strumenti ad una *callable date*. In particolare, si osserva che l'*European Banking Association* (EBA), in ottemperanza a quanto previsto dall'art. 52, par. 2, nella bozza dei Regulatory Technical Standards (RTS) – part I, pubblicata il 27 marzo 2014 e reperibile all'indirizzo <https://www.eba.europa.eu>, art. 17, ha dettagliatamente individuato le forme negoziali astrattamente idonee a fungere da incentivo al rimborso e quindi vietate: “(a) a call option combined with an increase in the credit spread of the instrument if the call is not exercised; (b) a call option combined with a requirement or an investor option to convert the instrument into a Common Equity Tier 1 instrument where the call is not exercised; (c) a call option combined with a change in reference rate where the credit spread over the second reference rate is greater than the initial payment rate minus the swap rate; (d) a call option combined with an increase of the redemption amount in the future; (e) a remarketing option combined with an increase in the credit spread of the instrument or a change in reference rate where the credit spread over the second reference rate is greater than the initial payment rate minus the swap rate where the instrument is not remarketed; (f) a marketing of the instrument in a way which suggests to investors that the instrument will be called”. Quanto agli strumenti ibridi con clausola di *step-up* in circolazione (c.d. strumenti innovativi del capitale) e in precedenza computabile nel patrimonio di vigilanza, per gli stessi si prevede una progressiva esclusione entro il 2021, secondo le modalità definite dall'art. 489 del CRR. Sotto il profilo economico, la clausola di *step up* è stato ampiamente censurata sull'assunto che la stessa crea sempre nell'investitore l'aspettativa che il finanziamento verrà certamente rimborsato alla *callable date* sicché lo strumento presenta un valore attuale netto maggiore rispetto all'ipotesi in cui lo stesso prevedesse una *callable* senza *step up*. A tal riguardo, si veda A. GUPTAA – T. AKUZAWAA – Y. NISHIYAMA, *Quantitative evaluation of contingent capital and its applications*, in *North American Journal of Economics and Finance*, 2013, p. 469, secondo cui “The incentive to call AT1 and T2 instruments on a callable date is not as great as that for Basel II instruments because various regulatory restrictions apply on the exercise of the call, and step-up coupons are not permitted. Issuers of Basel III instruments may therefore choose not to call them on the first callable date. The extension of tenor does not necessarily lead to losses. However, issuers extending the tenor could well be in a position of stress, in which case the present value of the extended instrument could easily be less than its par value. In such cases, investors valuing the instrument at par on the assumption that it will be called at this level will be hit by a decline in its value”.

²⁵⁵ Un caso interessante in merito agli effetti del mancato esercizio da parte di *Deutsche Bank*

Gli strumenti in discorso, sebbene si configurino come “passività subordinate e irredimibili”, in virtù del fatto che il rimborso anticipato dell’apporto finanziario è precluso sia qualora vi sia un interesse del conferente (investitore) sia qualora vi sia un interesse del conferitario (banca-emittente), possono però prevedere alcune eccezioni²⁵⁶.

Prima fra tutte, si evidenzia il diritto in sede di liquidazione della banca (sia essa volontaria o coatta) alla restituzione di quanto apportato, previo soddisfacimento di tutti i creditori non ugualmente subordinati e prioritariamente rispetto ai titolari degli strumenti di *common equity Tier 1* (salvo che non si sia verificato il *trigger event*).

Inoltre, ancorché si configuri come ipotesi eventuale, va rilevato che, per accordare flessibilità al rapporto e ridurre la sua potenziale onerosità²⁵⁷, non è esclusa la possibilità di prevedere il rimborso anticipato mediante una o più opzioni *call* da far valere *ex latere debitoris* nel corso della vita del rapporto di finanziamento. Per le ragioni poc’anzi richiamate, tale tipo di opzione dovrà delinarsi come assolutamente discrezionale e potrà essere in concreto esercitata solamente decorsi cinque anni dall’emissione²⁵⁸, nonché previa autorizzazione dell’Autorità di Vigilanza.

dell’opzione *call* in presenza di una clausola di *step-up* risale al gennaio 2009 in cui la predetta banca decise di non rimborsare i titoli in circolazione poiché un’eventuale rifinanziamento sul mercato sarebbe stato più oneroso rispetto all’incremento generato dalla clausola in esame. A tal riguardo, si veda J.DE SPIEGELEER – W. SCHOUTENS, *CoCo Bonds with Extension Risk*, 2014, disponibile al sito www.ssrn.com, p. 3 ss., laddove si osserva che “*Deutsche Bank’s decision not to call back the bond generated a 10% loss for the investors holding this particular bond in their portfolio on the moment Deutsche Bank decided not to call. Investors had been valuing the bond on the basis that the first call date would indeed be the maturity date of the bond where they would be receiving the full par amount. Their assumption was based on the belief that Deutsche Bank would be facing a step-up in the interest payments if they would skip the call. In case of such a call, the initial coupon of 3.875% would be replaced by a quarterly floating Euribor rate with a spread of 88 bps. Deutsche Bank took a rational decision when it announced not to redeem the bond at the first occasion. As a financial institution it was like other banks, witnessing a flight to quality during the 2008 credit crisis. Investors preferred government bonds above bank debt. The share price of Deutsche bank suffered and the credit default swap spreads (CDS spreads) increased. Therefore it became more expensive for an investor to buy insurance on the CDS market against a default on bonds issued by Deutsche. On December 17, 2008 the CDS spread was 244.62 bps. If Deutsche had to call back the issue and refinance the total amount of € 1bn, it would pay much more than the extra cost of facing the step-up in the coupon. The bond eventually got called back five years later in October 2013, when the credit markets were again more relaxed*”.

²⁵⁶ Val la pena rilevare che le eccezioni descritte potranno in concreto valere solo nel caso in cui, prima del loro operare, non si sia verificato l’evento attivatore di cui si dirà *infra*.

²⁵⁷ Si rileva che, sulla base dell’evolversi delle condizioni di mercato, l’originario tasso d’interesse potrebbe risultare eccessivamente gravoso per l’emittente sicché quest’ultimo attraverso l’opzione *call* potrebbe procedere al rifinanziamento del debito ad un tasso più basso.

²⁵⁸ In ogni caso, ai sensi dell’art. 78, par. 4, CRR il rimborso può essere autorizzato anche prima del decorso del termine quinquennale se risulta verificata una delle seguenti condizioni: “*a) esiste una variazione nella classificazione regolamentare di tali strumenti che potrebbe comportarne l’esclusione dai fondi propri oppure una riclassificazione come fondi propri di qualità inferiore e sono soddisfatte entrambe le condizioni seguenti: i) l’autorità competente considera tale variazione sufficientemente certa; ii) l’ente dimostra, con piena soddisfazione delle autorità competenti, che la riclassificazione regolamentare degli strumenti in questione non era ragionevolmente prevedibile al momento della loro emissione; b) esiste una variazione nel regime fiscale applicabile a detti strumenti che l’ente dimostra,*

I nuovi strumenti *ATI* devono poi presentare una spiccata flessibilità in punto di distribuzioni periodiche, ciò rappresentando un ulteriore presidio in funzione dell'implementazione della tutela patrimoniale della banca e della capacità di assorbimento delle perdite, attraverso un'amplia elasticità nella gestione dei flussi finanziari a favore dei titolari degli strumenti *ATI*, in termini non dissimili dal trattamento accordato agli azionisti.

In particolare, è previsto che qualsiasi pagamento di interessi e di distribuzione sui titoli debba avvenire soltanto a valere sui c.d. *distributable items*²⁵⁹ – vale a dire, i profitti dell'ultimo esercizio aumentati degli eventuali utili portati a nuovo e delle riserve disponibili al netto delle perdite maturate negli esercizi precedenti, delle somme iscritte in riserve indisponibili – di modo che sia esclusa la possibilità di procedere alla corresponsione degli interessi in presenza di perdite o di andamenti negativi di gestione.

Il regolamento di emissione degli strumenti *ATI* deve sempre prevedere la “piena discrezionalità”²⁶⁰ in capo all'emittente circa l'annullamento della corresponsione degli interessi periodici a favore dei portatori, potendosi esercitare tale facoltà in qualunque momento ed anche in assenza di una situazione di stress finanziario²⁶¹ o patrimoniale²⁶². In tale prospettiva, la mancata remunerazione potrà quindi protrarsi per un periodo illimitato di tempo (ipoteticamente dall'inizio alla fine del rapporto), con l'ulteriore precisazione, da un lato, che è fatto divieto di cumulare le cedole non corrisposte, le quali dovranno intendersi definitivamente cancellate²⁶³; dall'altro, che il mancato pagamento non deve avere l'effetto di imporre alcuna forma di restrizione all'ente e non può in alcun modo considerarsi una ipotesi di *default* (di fatto, dando la possibilità all'emittente di utilizzare tali flussi di cassa – all'occorrenza e senza timore di

con piena soddisfazione delle autorità competenti, essere rilevante e non ragionevolmente prevedibile al momento della loro emissione”.

²⁵⁹ Cfr. art. 5, par. 1, n. 128, CRR.

²⁶⁰ Cfr. art. 52, par. 1, lett. l), punto *sub* iii.

²⁶¹ La rilevante flessibilità che è imposta ai nuovi strumenti *ATI* permette, in armonia con le disposizioni di Basilea III in punto di tutela dell'adeguata liquidità degli enti di credito, all'emittente di non procedere – ancorché in presenza di *distributable items* – alla liquidazione di interessi periodici per scongiurare tensioni sui flussi finanziari ovvero per salvaguardare il rispetto delle soglie minime di liquidità (si veda, *supra* nota n. 44).

²⁶² Occorre rilevare che sotto la vigenza della Circolare n. 263/2006, Titolo I, Cap. 2, par. 5.1, lett. b, si prevedeva che la banca “potesse”, solamente in presenza di andamenti negativi della gestione, disporre la sospensione periodica della remunerazione “*nella misura necessaria ad evitare o limitare il più possibile l'insorgere di perdite*”. Per approfondimenti, si rinvia a: S. BONFATTI, *Strumenti «ibridi» di patrimonializzazione, prestiti subordinati e crisi dell'impresa bancaria*, in AA.VV., *L'innovazione finanziaria. Gli amici in memoria di Gabriele Berrione*, Milano, 2003, p. 357 ss.

²⁶³ Tale previsione rappresenta un'ulteriore cesura rispetto alla precedente disciplina degli strumenti ibridi di patrimonializzazione, laddove, come rilevato da S. BONFATTI, *ult. op. cit.*, p. 358, “*ciò che è consentito (e richiesto) alla banca emittente è rappresentato dalla sospensione degli interessi di periodo, non dalla loro soppressione: donde l'obbligo di riconoscerli ai sottoscrittori, una volta superata la congiuntura negativa, in aggiunta agli interessi successivi (c.d. “cumulabilità delle cedole” sospese), e senza limiti all'accumulo degli arretrati*”.

alcun pregiudizio – per far fronte agli obblighi nei confronti di creditori *senior* che giungono a scadenza).

Al fine di massimamente incrementare la flessibilità nella corresponsione della remunerazione periodica sui titoli *Additional Tier 1*, l'art. 53 del CRR fa divieto di inserire (a) clausole c.d. *dividend pusher* che obblighino l'emittente ad effettuare il pagamento di interessi periodici in caso di distribuzioni, in un predeterminato lasso di tempo antecedente a quello di stacco della cedola, a favore di uno strumento della stessa classe (*i.e.* strumento aggiuntivo di classe 1) o di rango inferiore (*i.e.* strumenti di capitale primario di classe 1)²⁶⁴; oppure, al contrario, (b) di prevedere clausole c.d. *dividend stopper* che vietano la distribuzioni a favore di strumenti di classe inferiore (*i.e.* strumenti di capitale primario di classe 1) in caso di mancato pagamento della cedola a favore dei portatori dei titoli ibridi *ATI*; ovvero, infine, (c) di introdurre clausole c.d. *alternative coupon satisfaction mechanism* che dispongono l'obbligo di sostituire il pagamento dell'interesse *cash* con una remunerazione in altra forma.

Sul piano economico, da quanto testé esposto emerge quindi come il portatore di titoli *ATI* non possa confidare, al pari di un investitore in capitale di rischio, in una remunerazione periodica e per importo fisso²⁶⁵ del proprio apporto, fino all'estrema ipotesi che lo stesso possa delinearli come un finanziamento “gratuito o a tasso zero” e ciò con esclusivo vantaggio per il conferitario (*i.e.* l'emittente).

D'altro canto, va tuttavia osservato che, nonostante l'assenza di alcun obbligo sul piano giuridico, l'emittente sarà comunque indotta a rispettare le scadenze pattuite in ragione dell'“*enforcement* reputazionale” che esercita il mercato. Invero, l'eventuale *default* nei pagamenti potrebbe in ogni caso ingenerare timori in ordine alla solidità patrimoniali dell'emittente derivandone un incremento dei tassi che quest'ultima dovrà corrispondere nelle successive operazioni di rifinanziamento; sicché a fronte di immediati effetti positivi sul piano del conto economico discendenti dalla mancata liquidazione degli interessi, di contro, si potrebbero manifestare effetti pregiudizievoli assai gravi che andrebbero a neutralizzare quanto in prima battuta “risparmiato”²⁶⁶.

²⁶⁴ La flessibilità massima accordata in ordine alla determinazione circa la sospensione della remunerazione periodica, consente di superare eventuali problematiche operative in merito all'eventuale ordine, nell'ambito della stessa classe degli strumenti *ATI*, con cui procedere alla sospensione della liquidazione degli interessi, posto che l'emittente potrà se del caso decidere di corrispondere gli interessi a titoli di rango superiore (ovverosia, con maggior capacità di assorbimento delle perdite: ad esempio, *Going Concern CoCos*) e non a quelli di rango inferiore (vale a dire con minor attitudine all'assorbimento delle perdite: ad esempio, *Gone Concern CoCos*).

²⁶⁵ In una prospettiva logico-sistematica, pare ragionevole affermare che se l'emittente è legittimato ad annullare le distribuzioni periodiche, a maggior ragione, lo stesso potrà se del caso decidere di corrispondere un importo minore rispetto a quello originariamente pattuito.

²⁶⁶ In tal senso, si veda: S. BONFATTI, *ult. op. cit.*, p. 359.

Sotto il profilo strettamente giuridico²⁶⁷, si può osservare che l'aleatorietà della remunerazione periodica degli strumenti *ATI* si presenta come un tratto distintivo e confliggente rispetto alla struttura negoziale tipica – sebbene non essenziale – delle obbligazioni c.d. *plain vanilla*.

A tal proposito, taluna dottrina ha poi sollevato alcune perplessità circa la compatibilità della clausola in discorso con i principi dell'ordinamento domestico in tema di condizioni meramente potestative²⁶⁸. Siffatta conclusione non pare pienamente condivisibile, atteso che la clausola che riconosce la piena discrezionalità in punto di annullamento della remunerazione degli strumenti in esame deve qualificarsi come condizione risolutiva meramente potestativa “*del patto di pagamento degli interessi ad una data scadenza*” la quale può essere considerata come clausola attributiva della facoltà di recesso²⁶⁹ e la cui validità nell'ordinamento interno è ampiamente condivisa, in ragione del fatto che non trova alcun divieto nel disposto dell'art. 1355 c.c. secondo cui la sanzione della nullità deve essere comminata alle sole ipotesi di condizioni sospensive meramente potestative²⁷⁰.

L'obbligo di inserire la clausola *de quo* nel prospetto di emissione, per le ragioni economiche di cui si è detto, pare semplicemente accordare all'emittente, a fronte di preesistente diritto alla remunerazione, una “facoltà di recesso” rinnovabile nel tempo rispetto all'obbligazione di corresponsione degli interessi periodici. Il titolare degli strumenti *ATI*, di riflesso, si troverà in una posizione di soggezione rispetto alla parte debitrice e, una volta esercitata la facoltà di annullamento, non potrà vantare alcun diritto di credito nei confronti dell'ente emittente con conseguenti effetti sia sulla tutela delle sue ragioni di credito, sia sul piano contabile²⁷¹.

A corollario di quanto esposto, va infine osservato che in ragione delle rilevanti externalità reputazionali e patrimoniali potenzialmente discendenti dalla sospensione del pagamento dei corrispettivi periodici, nel silenzio del CRR sembra plausibile che la competenza ad assumere tale tipo di decisione debba spettare inderogabilmente all'organo con funzione di c.d. “supervisione strategia”, al quale è demandata la definizione e l'approvazione degli

²⁶⁷ Sul punto si ritornerà *infra sub* Cap. 3, par. 3.

²⁶⁸ In tal senso, L.A. LO PO', *I nuovi strumenti ibridi di capitale tra implicazioni regolamentari e questioni di diritto societario*, cit., p. 9, nota 41.

²⁶⁹ Cfr. M. BIANCA, *Diritto Civile – Il Contratto*, Milano, 2006, p. 547.

²⁷⁰ Cfr. Cass. 16 novembre 1985, n. 5631 secondo cui “*nell'ambito delle condizioni meramente potestative, l'art. 1355, Codice civile, commina la nullità soltanto per le condizioni sospensive e non anche per le condizioni risolutive, delle quali pertanto va riconosciuta la validità anche se meramente potestative*”; Cass. 10 febbraio 2004, n. 2497.

²⁷¹ A seguito del mancato pagamento alla scadenza convenuta l'investitore non sarà titolare di alcun diritto di credito in relazione al quale possa chiedere tutela in sede giudiziaria così al pari, sul piano contabile, non potrà indicare alcune posta attiva per importo equivalente a quanto gli sarebbe dovuto essere stato liquidato.

“obiettivi di rischio e le politiche di governo dei rischi” nonché l’approvazione delle politiche e dei processi “di valutazione delle attività aziendali, e, in particolare, degli strumenti finanziari, verificandone la costante adeguatezza”²⁷². Ad ogni modo, è sempre fatta salva la possibilità di delegare all’organo con funzioni di gestione l’assunzione di tale tipo di determinazioni.

5.2.2. La partecipazione degli strumenti ATI all’assorbimento delle perdite e al risanamento dell’emittente

Come si è più volte evidenziato, la novità più rilevante introdotta dal CRR in tema di strumenti di capitale *ATI* è rinvenibile nella riformata e rafforzata disciplina dei meccanismi di assorbimento delle perdite (c.d. *loss absorption mechanism*), i quali, pur presenti anche nelle precedenti disposizioni regolamentari, si caratterizzavano per strutture assai meno stringenti circa la loro concreta operatività²⁷³.

Invero, l’art. 52, par. 1, lett. n, del CRR dispone che tutti i regolamenti di emissione devono prevedere che al verificarsi di un predeterminato evento (*trigger event*), abbia luogo l’automatica conversione dello strumento in capitale primario di classe 1 (*Common Equity Tier 1*), oppure, in alternativa, la svalutazione temporanea o definitiva del relativo valore nominale (c.d. *write-down mechanism*).

Il successivo art. 54 del CRR si sofferma a precisare ulteriori caratteristiche che gli strumenti in discorso devono tassativamente rispettare in punto di assorbimento delle perdite.

²⁷² Cfr. Circolare n. 263 del 2006, Titolo V, Cap. 7, parte ancora oggi in vigore. Tale conclusione pare coerente con l’architettura generale di *corporate governance* delineata per gli enti di credito dalla Circolare della Banca d’Italia n. 263 del 2006, Titolo V, Cap. 7, ed in seguito confermata nella Circolare della Banca d’Italia n. 285 del 2013, Titolo IV, Cap. 1, Sez. III. In particolare, si definisce “organo con funzione di supervisione strategica”, quell’organo sociale a cui - ai sensi del codice civile o per disposizione statutaria - sono attribuite funzioni di indirizzo della gestione dell’impresa, mediante, tra l’altro, esame e delibera in ordine ai piani industriali o finanziari ovvero alle operazioni strategiche. Sul piano operativo, vi è invece “l’organo con funzione di gestione” al quale spettano o sono delegati compiti di gestione corrente, intesa come attuazione degli indirizzi deliberati nell’esercizio della funzione di supervisione strategica.

²⁷³ A tal riguardo, si rileva che ai sensi della Circolare della Banca d’Italia n. 263 del 2006, Titolo I, Capitolo 2, par. 4, lett. f, il contratto degli strumenti innovativi e non innovativi di capitale doveva prevedere, da un lato, la facoltà per l’emittente o per la Banca d’Italia di attivare il meccanismo di assorbimento delle perdite laddove ciò fosse (discrezionalmente) ritenuto necessario, dall’altro, l’automatica attivazione qualora il “requisito patrimoniale complessivo” dell’emittente fosse sceso al di sotto del 6% delle attività ponderate per il rischio. Inoltre, era fatto divieto di prevedere clausole che potessero impedire alla Banca d’Italia di disporre l’attivazione dei predetti meccanismi di assorbimento delle perdite in relazione alla situazione finanziaria e di solvibilità dell’emittente. Quanto invece agli strumenti ibridi di capitale *sub* Titolo I, Capitolo 2, par. 5.1, lett. a, si disponeva che il regolamento di emissione disponesse che “in caso di perdite di bilancio che determinino una diminuzione del capitale versato e delle riserve al di sotto del livello minimo di capitale previsto per l’autorizzazione all’attività bancaria, le somme rivenienti dalle suddette passività e dagli interessi maturati possano essere utilizzate per far fronte alle perdite, al fine di consentire all’ente emittente di continuare l’attività”.

Innanzitutto, per ciò che riguarda i presupposti per l'attivazione del meccanismo in discorso si individuano due criteri: a) il primo obbligatorio e positivamente individuato; b) un secondo, eventuale ed ulteriore rispetto al primo.

Quanto al criterio "obbligatorio", si dispone che nel regolamento di emissione sia previsto un *trigger event* che si attivi allorché il coefficiente del capitale primario di classe 1 (*i.e. CET 1*), e non più il dato aggregato dell'intero patrimonio di vigilanza come in precedenza previsto²⁷⁴, si riduca sotto la soglia minima del 5,125%, ovvero, sotto quella diversa soglia più stringente (in quanto superiori alla soglia minima) definita nel relativo regolamento di emissione.

Il legislatore comunitario, a fronte dell'ampia autonomia accordata dagli Accordi di Basilea III sul punto²⁷⁵, ha quindi fatto una precisa scelta di campo. Da un lato, ha ravvisato nel tipo c.d. *balance sheet trigger* il miglior metro di misura dello stato di salute dell'emittente, con il presumibile intento di valorizzare il ruolo e la funzione del patrimonio di vigilanza, in particolare del *Common Equity Tier 1*, e dei correlati criterio di misurazione dello stesso, quale parametro per valutare la solidità dell'ente in ordine al suo effettiva stabilità patrimoniale e alla capacità di assorbire le future perdite²⁷⁶; dall'altro, ha imposto che il requisito minimo di attivazione fosse comunque superiore alla soglia minima di *CET1* (pari al 4,5% del RWA) che l'ente di credito è tenuto a rispettare, in tal senso andando a privilegiare una funzione *Going Concern* degli strumenti in discorso e di fatto imponendo che alla loro emissione si accompagni una quota minima di capitale primario di classe 1 pari ad almeno il 5,125% del RWA.

Quanto invece alla previsione di un criterio eventuale ed ulteriore, va precisato che lo stesso legislatore ha lasciato ampia libertà agli emittenti di introdurre nel regolamento di

²⁷⁴ In tale prospettiva, ne risulta ulteriormente rafforzata la rilevanza degli strumenti del *CET1* il quale diviene il parametro principe che il legislatore comunitario assumerà a riferimento per valutare la capacità di assorbimento delle perdite. Ciò risulta particolarmente evidente allorché si consideri che nella precedente versione delle disposizioni regolamentari ben poteva succedere che l'ammontare complessivo del patrimonio di vigilanza fosse superiore al 6% pur tuttavia presentando al suo interno una quota di *CET1* ampiamente inferiore a tale soglia.

²⁷⁵ Cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, cit., p. 18, laddove si prevede che il meccanismo di assorbimento delle perdite – mediante conversione o svalutazione – debba attivarsi al "raggiungimento di una soglia oggettiva predefinita", tralasciando qualunque tipo di puntuale precisazione sul punto e, di riflesso, rimettendo alla discrezione dello stato recepite (che, in ogni caso, è fatta salva in ragione del natura di *soft law* degli Accordi in parola) le valutazioni in ordine all'opportunità di definire in concreto un parametro "oggettivo" vincolante, oppure, se lasciare a ciascun emittente la possibilità di definire liberamente quale parametro "oggettivo" utilizzare. Quanto alla definizione di "soglia oggettiva" si ritiene che, in virtù delle considerazioni sviluppate supra Cap. 1, rientrino in tale nozione i *balance sheet triggers* e i *market value triggers*.

²⁷⁶ A conforto delle argomentazioni proposte si veda il considerando n. 72 del CRR, laddove si evidenzia la necessità di introdurre una nuova definizione degli elementi fondamentali del capitale disponibile nonché di incrementare in misura significativa il livello dei fondi propri, il tutto al fine di assorbire le perdite al momento in cui si verificano. In merito alle esternalità positive e negative discendenti dall'uso *balance sheet trigger* si rinvia a quanto già detto supra, Cap. 1, par. 7.1.1.

emissione uno o più eventi attivatori in aggiunta e di diversa natura rispetto a quello in precedenza indicato. In tal modo viene accordata maggior autonomia operativa ai vari enti creditizi e, attesa la mancanza di dati normativi che limitino tale capacità di autodeterminazione, è indirettamente ammesso l'utilizzo di altri tipi di eventi attivatori (ovverosia, *balance sheet triggers* con parametri di diversa natura di rispetto alle attività ponderate per il rischio, ovvero, *market trigger*²⁷⁷ o *discretionary trigger*²⁷⁸).

Resta però inteso che affinché l'emissione di strumenti *CoCos* possa essere computata nell'*ATI*, di base debba essere sempre previsto un *balance sheet trigger* e, solamente in via eventuale, un ulteriore evento attivatore di diversa tipologia, posto che gli altri tipi di *trigger event*, assumendo a parametro eventi di diversa natura, non possono garantire con certezza l'attivazione nel rispetto dei criteri minimi individuati dall'art. 54 del CRR.

In ordine alla competenza a certificare il verificarsi dell'evento attivatore, occorre trovare una soluzione, nel silenzio della normativa comunitaria di primo livello, movendo dall'esame della bozza dei *Regulatory Technical Standards* dell'EBA laddove si dispone che "*the management body or any other relevant body of the institution shall without delay determine that a trigger event has occurred and there shall be an irrevocable obligation to write-down or convert the instrument*"²⁷⁹.

L'indicazione proposta dalla regolatore tecnico è alquanto generica e tale scelta, probabilmente, non è casuale bensì giustificata dal fatto che l'accertamento del verificarsi del *trigger event*, l'attivazione del correlato meccanismo di assorbimento delle perdite nonché le correlate e conseguenti determinazioni (ad esempio, in ordine all'ammontare della svalutazione dei titoli), ancorché sia opportuno che le stesse siano oggetto di valutazione primariamente da parte dell'organo di supervisione strategica, tuttavia, si lascia la possibilità di delegare in tutto o in parte tali competenze ad un organo con funzioni di gestione (ovverosia, ad un amministratore esecutivo o, più opportunamente, ad uno specifico comitato interno)²⁸⁰.

²⁷⁷ Cfr. *supra* Cap. 1, par. 7.1.2.

²⁷⁸ Cfr. *supra* Cap. 1, par. 7.2.

²⁷⁹ Cfr. art. 19, par. 1, lett. (a) della bozza dei *Regulatory Technical Standards (RTS)* – part I, *cit.*

²⁸⁰ Sul punto si veda quanto già precisato *supra*, nota 99. A riprova delle considerazioni sviluppate in narrativa si veda anche Circolare n. 285/2013, Parte Prima, Titolo III, Capitolo 1, Sezione II, par. 5, laddove con particolare riguardo al governo societario dei procedimenti ICAAP (*Internal Capital Adequacy Assessment Process*), ovverosia, di valutazione aziendale dell'adeguatezza patrimoniale, si dispone che "*la responsabilità del processo ICAAP è rimessa agli organi societari, secondo quanto previsto dalla Circolare n. 263, Tit. V, Cap. 7. La determinazione del capitale interno complessivo e del capitale complessivo è frutto di un processo organizzativo complesso, che costituisce parte integrante della gestione aziendale e contribuisce a determinare le strategie e l'operatività corrente delle banche. Tale processo – da raccordare con il RAF (Risk Appetite Framework) – richiede il coinvolgimento di una pluralità di strutture e professionalità (funzioni di pianificazione, risk management, internal audit, contabilità, ecc.) e il contributo delle società facenti parte del gruppo. L'individuazione delle funzioni o*

Con particolare riguardo al controllo circa il superamento della soglia minima di patrimonializzazione imposta dalle disposizioni regolamentari o quella maggiore definita in sede di emissione, si ritiene che tale tipo di informazione debba risultare da un bilancio d'esercizio o straordinario (ovvero, da altra situazione patrimoniale redatta ai sensi dell'art. 2446 e 2447 c.c.), oppure, da un documento destinato all'autorità di vigilanza (ad esempio, i report relativi al processo ICAAP) regolarmente approvati dai rispettivi organi competenti (nel primo caso, l'assemblea dei soci o, nel sistema dualistico, il consiglio di sorveglianza; nel secondo caso, l'organo gestorio competenze)²⁸¹.

In ogni caso, a corollario di quanto finora esposto, una volta assunta la determinazione presupposte, l'esecuzione di tutte le attività strettamente operative²⁸² per portare a termine il "procedimento di risanamento" in discorso ricadrà esclusivamente sugli organi esecutivi della società.

5.2.2.1. La determinazione dell'ammontare necessario per l'assorbimento delle perdite

Il processo decisionale dell'organo preposto dovrà anche riguardare la determinazione dell'ammontare dei titoli *ATI* che è necessario svalutare o convertire al fine di assorbire o ridurre le perdite. Tale valutazione sarà certamente oggetto di rilevanti attenzioni da parte di numerosi soggetti direttamente (titolari degli strumenti *ATI/CoCos*, ovvero, i soci) o indirettamente (creditori senior della società e autorità di vigilanza) coinvolti.

L'art. 54 del CRR impone due soglie fra loro concorrenti, in particolare modo disponendo che l'ammontare complessivo oggetto di conversione o svalutazione – tenuto quindi conto del valore complessivo di tutti i *CoCos* contestualmente attivati – non possa essere inferiore al minore tra i seguenti coefficienti²⁸³: a) quello necessario per ripristinare il capitale primario di classe 1 dell'ente al 5,125%; b) l'intero importo del capitale dello strumento.

delle strutture aziendali cui compete la elaborazione o predisposizione dei vari elementi o fasi del processo ICAAP spetta alle banche, che tengono conto delle proprie caratteristiche organizzative".

²⁸¹ In termini non dissimili, ancorché con riferimento alla precedente disciplina, si veda S. BONFATTI, *ult. op. cit.*, p. 361

²⁸² Segnatamente, l'art. 54 CRR, par. 5, prevede che "in caso di evento attivatore, gli enti procedono come segue: a) informano immediatamente le autorità competenti; b) informano i possessori degli strumenti aggiuntivi di classe 1; c) riducono l'importo del capitale degli strumenti o convertono questi ultimi in strumenti di capitale primario di classe 1 senza indugio, ed entro un mese al più tardi, conformemente ai requisiti di cui al presente articolo".

²⁸³ Quanto previsto dall'art. 54, par. 5, CRR si delinea come minimo comune denominatore per tutte le emissioni, tuttavia, ciò non toglie che in sede negoziale possano essere previste clausole di determinazione dell'ammontare di conversione o svalutazione dei titoli in questione diverse o più gravose per l'investitore (per esempio, prescrivendo sempre la svalutazione dell'intero importo capitale) purché, al lato pratico, siano sempre idonee a garantire il rispetto dei criteri positivamente indicati dalla norma in commento.

Tale disciplina fungerà da criterio residuale che avrà una sua rilevanza operativa laddove, in assenza di previsioni negoziali nel regolamento di emissione, le perdite abbiano effettivamente intaccato la soglia minima del 5,125% del *RWA* e sia quindi possibile addivenire ad una valutazione in ordine a quale sia il minore fra i predetti valori.

Occorre però interrogarsi in ordine all'applicabilità di detta regola nei casi in cui il *trigger event*, sebbene di tipo *balance sheet*, indichi una soglia maggiore (ad esempio, 7% del *RWA*) rispetto al 5,125% del *RWA*, ovvero, l'evento attivatore sia determinato come *market value trigger* o *discretionary trigger*.

Per evitare dubbi ed ambiguità applicative sarebbe opportuno che il regolamento di emissione individuasse a monte i criteri di determinazione dell'ammontare da assoggettare a svalutazione o conversione. Ciò non di meno, nel silenzio del relativo regolamento, pare possibile affermare che nel primo caso (*balance sheet trigger* con soglia maggiore del 5,125%), per coerenza sistematica, si debba ripristinare il rapporto di alterità previsto dal CRR, di modo che i titoli assorbiranno le perdite finché il capitale primario di classe 1 non sia ripristinato sino alla soglia del *trigger event*, ovvero, finché non sia convertito o azzerato l'intero valore dello strumento *ATI* in questione.

Più articolata pare invece l'ipotesi in cui il *loss absorption mechanism* si attivi in assenza di alcuna correlazione con la situazione patrimoniale dell'emittente in quanto in tali casi, mancando una determinazione delle parti in ordine all'ammontare da svalutare o assorbire, non sembra possibile individuare quale sia la situazione patrimoniale o finanziaria che si mira in concreto a ripristinare.

A tal proposito, pare possibile affermare che nei casi di operatività del c.d. *market value trigger*²⁸⁴ (in assenza quindi di una violazione di una soglia minima di patrimonializzazione) sia opportuno procedere all'intera conversione del titolo ovvero l'integrale azzeramento, atteso che se la finalità dell'emissione è quella di individuare nei valori di mercato il parametro di riferimento dello stato di salute della società, allora, il miglior modo per sostenere i corsi azionari o il diverso parametro assunto a riferimento è quello di garantire un'ampia patrimonializzazione della società; ciò ottenibile solamente attraverso una rilevante "ricapitalizzazione formale".

A simili conclusioni, si può peraltro pervenire anche in relazione all'ipotesi di *discretionary trigger*, laddove, da un lato, sarebbe opportuno che il terzo arbitratore (esempio, autorità di vigilanza) all'atto dell'attivazione accertasse e dichiarasse l'ammontare da

²⁸⁴ Ovviamente, per quanto detto in precedenza, il *market value trigger* potrà essere utilizzato quale evento ulteriore rispetto al *balance sheet trigger* obbligatorio.

convertire o ridurre²⁸⁵, tuttavia, in assenza di tale determinazione, sarebbe sempre opportuno procedere all'integrale conversione o svalutazione.

È stato espresso il concetto che ai fini dell'assorbimento delle perdite la conversione dei titoli *ATI* debba operarsi fintantoché il coefficiente di capitale primario di classe 1 non abbia raggiunto la soglia minima del 5,125%, ovvero, se necessario per l'intero ammontare capitale dello strumento. La portata di tale affermazione, con specifico riguardo alla sua prima parte, è tutt'altro che chiara laddove il meccanismo di assorbimento delle perdite preveda la conversione dei titoli in parola in capitale di rischio.

Invero, a fronte di un'unitaria emissione di titoli *CoCos*, occorre interrogarsi se e in quali termini possa avere luogo una conversione parziale degli stessi avendo a mente l'interesse dei titolari degli strumenti in parola a non vedersi arbitrariamente pregiudicati nei loro diritti di credito. Un prima soluzione potrebbe essere quella di spalmare la conversione su tutti i titoli emessi attraverso la riduzione e "l'utilizzo" di una porzione del valore nominale di ciascuno di essi, con correlato aumento del *Common Equity Tier 1* per importo equivalente²⁸⁶. Sebbene tale procedimento possa apparire assai equo tuttavia può presentare numerose esternalità che ne sconsigliano il ricorso; in particolare, da un lato, l'incertezza circa il fatto che l'importo decurtato da ciascun titolo *ATI* sia almeno pari al valore nominale delle azioni (in tal caso verificandosi un aumento del capitale in violazione dell'art. 2346, quinto comma, c.c.), dall'altro, la difficoltà a vedere rispettato il rapporto di cambio convenuto²⁸⁷.

Quale alternativa, si può invece ipotizzare l'individuazione dei titoli oggetto di conversione, fino a concorrenza del corrispettivo necessario, mediante la tecnica del sorteggio facendo ricorso, per quanto compatibile, alle forme di cui all'art. 2420 c.c.

5.2.2.2. L'assorbimento delle perdite mediante conversione dei titoli *ATI* in *Common Equity Tier 1*

Tenuto conto di quanto finora esposto, occorre ora sottolineare che il CRR lascia ampia autonomia al singolo emittente in ordine al meccanismo di assorbimento delle perdite,

²⁸⁵ Un'ipotesi in tal senso è riscontrabile all'art. 48, par. 1, Direttiva 2014/59/UE, in punto di disciplina del *bail-in* applicata agli strumenti di capitale.

²⁸⁶ A mero titolo esemplificativo: si ipotizzi l'emissione di n. 100 titoli *CoCos* del valore nominale di € 1 ciascuno; allorché vi sia la necessità di aumentare il capitale sociale per valore pari a € 20, si potrà procedere alla riduzione del valore nominale dei titoli per € 0,20 e l'incremento del capitale sociale per importo equivalente.

²⁸⁷ Ad esempio, riprendendo i dati di cui alla nota precedente, è possibile che nel caso di rapporto basato su valori di mercato vengano assegnate azioni di valore nominale € 0,20 ciascuna ma aventi valore di mercato pari a € 0,40, dandosi così luogo ad un rilevante trasferimento di ricchezza a favore dei titolari di strumenti *ATI*.

ammettendo indifferentemente la computabilità nella voce *ATI* sia degli strumenti che prevedono (i) l'assorbimento delle perdite mediante conversione degli stessi in capitale di rischio (*conversion into equity*), (ii) sia di quelli che prevedono la riduzione del loro valore nominale (*write-down*).

Per chiarezza espositiva si procede quindi, nel presente paragrafo, ad una breve disamina delle disposizioni regolamentari in punto di *conversion into equity CoCos*.

Come si è già a suo tempo rilevato, con il meccanismo di assorbimento delle perdite in esame, da un punto di vista operativo, si assisterà al “ritiro” dei titoli in circolazione sostituendoli con azioni della banca attraverso un meccanismo non dissimile da quello che si verifica in caso di obbligazioni convertibili “*plain vanilla*”. Il risanamento opererà quindi su un piano prettamente contabile avendo luogo una c.d. “ricapitalizzazione formale”, mediante l'eliminazione delle passività relative ai debiti verso i titolari di strumenti *ATI* e contestuale creazione di una posta nel *CETI* di valore pari all'ammontare delle azioni di compendio emesse a servizio della conversione, al netto dell'eventuale quota destinata a copertura delle perdite²⁸⁸.

In merito al rapporto di concambio tra i due titoli, l'art. 54, par. 1, lett. c, CRR, pur lasciando ampia autonomia alle determinazioni del singolo emittente, mira a scongiurare gli effetti di una conversione estremamente diluitiva ed impone quindi che venga adottato uno dei seguenti criteri: (a) definizione del rapporto di conversione – determinandolo in modo espresso o *per relationem*²⁸⁹ – e dell'ammontare massimo della conversione autorizzata²⁹⁰ (vale a dire, il limite massimo di azioni emettibili a servizio della conversione), ovvero, (b) un intervallo quantitativo all'interno del quale gli strumenti *ATI* si convertono in strumenti di capitale di classe 1²⁹¹.

Al verificarsi dell'evento attivatore gli strumenti *ATI* dovranno tassativamente convertirsi in strumenti di capitale primario di classe 1 (art. 52, par. 1, lett. n., CRR)²⁹², non potendosi quindi ipotizzare – nel rispetto di una interpretazione aderente alla lettera del dato

²⁸⁸ Cfr. *supra* Cap. 1, par. 6.1.

²⁸⁹ Cfr. *supra* Cap. 1, par. 8, laddove si sono descritti i due principali criteri di definizione del rapporto di conversione “*fixed dollar conversion*” o “*fix shares conversion*”.

²⁹⁰ Come si è visto *supra* Cap. 1, par. 8.2, pare che l'obbligo di indicare l'ammontare massimo della conversione sia funzionale a limitare l'effetto pernicioso discendente di una conversione diluitiva potenzialmente “infinita”. Invero, allorché si facci ricorso al criterio del *fix dollar par conversion*, minore è il valore di mercato delle azioni, a parità di valore nominale del titolo *CoCos ATI*, maggiore sarà l'effetto diluitivo.

²⁹¹ Il criterio che impone la definizione “a corpo” dell'ammontare massimo delle azioni da emettere, sarà di particolare rilievo nei casi in cui le azioni dell'emittente siano prive del loro valore nominale.

²⁹² Come già indicato *supra*, nota n. 66, in base alle prescrizioni EBA rientrano nel novero degli strumenti di capitale primario di classe 1: a) le azioni ordinarie; b) azioni privilegiate; c) azioni cooperative emesse da banche di credito cooperativo; d) azioni cooperative emesse da banche popolari.

normativo – il ricorso ad altri strumenti finanziari che prevedono al lato pratico il medesimo grado di subordinazione (ad esempio, strumenti finanziari partecipativi *ex art. 2346 c.c.*²⁹³).

L'obbligo di convertire gli strumenti *ATI* in *CETI* al verificarsi dell'evento attivatore impone ovviamente che l'ente di credito emittente si dia cura di accertare che l'ammontare degli strumenti di capitale primario a servizio del concambio sia – dal giorno dell'emissione e per tutta la durata del rapporto – sempre sufficiente per la totale conversione dei titoli *ATI* in circolazione. Tale previsione, come meglio si approfondirà in seguito, impone di adottare opportune precauzioni in sede di emissioni – in particolar modo definendo un rapporto di conversione che, sebbene diluitivo, permetta di predeterminare *ex ante* l'ammontare dei titoli da attribuire in sede di concambio – per evitare che alla bisogna difetti in concreto la possibilità di assegnare azioni a servizio del risanamento dell'emittente, soprattutto, laddove, come nel nostro ordinamento, le decisioni in ordine all'aumento del capitale e quindi all'emissione di nuove azioni, si configura come esclusiva competenza dell'organo assembleare²⁹⁴.

5.2.2.3. L'assorbimento delle perdite mediante riduzione del valore nominale (c.d. *write-down*)

In alternativa al meccanismo di cui al precedente paragrafo, in sede di emissione si potrà convenire che l'assorbimento delle perdite operi attraverso la riduzione permanente o temporanea (da un punto di vista temporale), ovvero, parziale o totale (sotto il profilo quantitativo), del valore nominale delle passività *CoCos ATI* (c.d. *write-down*).

Anche nel presente ipotesi si avrà quindi un fenomeno di “ricapitalizzazione formale” in quanto il venir meno di determinate passività, che vanno ad assorbire le eventuali diminuzioni di valore o le perdite sopravvenute, genererà – in base alla disciplina contabile applicabile – una frazione di capitale primario di classe 1 di pari valore, anche mediante la formazione di una specifica riserva di netto (ovviamente dedotta la copertura di eventuali perdite), così permettendo all'emittente di presentare una soglia *Common Equity Tier 1* adeguata o rafforzata rispetto a quanto previsto dal *CRR*.

Occorre innanzitutto rilevare che, ai sensi dell'art. 54, par. 1, lett. d), *CRR*, è tassativo che la riduzione del valore nominale ad opera dell'attivazione della clausola *write down* debba

²⁹³ Invero, come si è visto *supra sub* nota 66, gli strumenti finanziari partecipativi *ex art. 2346 c.c.* non rientrano nell'elenco tassativo dell'EBA che definisce quali siano gli strumenti di capitale presenti nel nostro ordinamento che possono essere qualificati come *CETI*.

²⁹⁴ Sebbene il nostro ordinamento conosca l'istituto della delega dell'aumento del capitale al consiglio di amministrazione di cui all'art. 2443 c.c., tuttavia, tale istituto difficilmente potrà venire in uso nel presente caso posto che la durata della delega non può eccedere i 5 anni mentre gli strumenti in discorso sono perpetui. Per approfondimenti in ordine alla competenza all'emissione di titoli in esame si veda *infra sub* Cap. 3, par. 4.1.

incidere (a) sul diritto di credito del titolare dello strumento (a prescindere che il *trigger event* si verifichi in conclamato stato di insolvenza o nel corso della liquidazione dell'ente); (b) sull'importo da rimborsare; (c) sulle future distribuzione di interessi (nel caso di riduzioni parziali) che saranno da riconoscere al portatore dello strumento²⁹⁵.

Già da tali brevi considerazioni, risulta evidente che la modalità di assorbimento delle perdite in esame, comporta indirettamente l'assunzione di un rilevante "rischio d'impresa" in capo al titolare di *CoCos ATI*, atteso che, soprattutto nel caso in cui la riduzione sia totale e definitiva, lo stesso non potrà più beneficiare dell'eventuale ritorno *in bonis* dell'emittente pur avendo contribuito al suo risanamento. Parzialmente diversa è l'ipotesi in cui si faccia ricorso al sistema di *write down* temporaneo, in quanto in tal caso il sacrificio sopportato del titolare dello strumento (ovvero, perdita del diritto di credito) potrà essere in tutto o in parte compensato attraverso il successivo riacquisto di valore del titolo.

Al fine di valutare i rischi in concreto assunti dall'investitore, è dirimente considerare quali siano le modalità con cui è regolato, al verificarsi del *trigger event*, l'ordine di svalutazione dei *write-down ATI*, nonché le modalità tecniche per il calcolo dell'importo oggetto di riduzione.

La bozza dei *Regulatory Technical Standards (RTS)* proposti dall'EBA²⁹⁶, con esclusivo riferimento ai *write-down CoCos*, precisano che la riduzione del capitale nominale dovrà operare *pro quota* (i.e. "pro rata basis") nei confronti di tutti i titolari di strumenti *ATI* che prevedono un meccanismo "simile" di *write down* ed un identico livello di *trigger event*.

Provando a delineare in concreto il procedimento indicato dal "legislatore regolamentare", si nota che tutti gli strumenti *ATI write-down* in circolazione dovranno essere suddivisi in categorie omogenee in base al meccanismo di riduzione del valore nominale (ovvero, *permanent write down* o *temporary write down*)²⁹⁷ e ciascuna di dette categorie dovrà poi essere a sua volta divisa in diverse classi aventi analogo *trigger event* sia sotto il profilo qualitativo (i.e. *balance sheet trigger* o *market trigger*²⁹⁸) sia sotto quello quantitativo (vale a dire, la medesima soglia di attivazione).

²⁹⁵ Si noti che la versione italiana dell'art. art. 54, par. 1, lett. d), punto iii), del CRR letteralmente prevede che la distribuzione debba riguardare "le distribuzioni effettuate sullo strumento". Ad avviso di chi scrive, pare che l'utilizzo del participio si delinea come un refuso di traduzione in ragione del fatto, da un lato, che tale dato non trova conferma nella versione spagnola e francese del CRR, dall'altro, che sotto il profilo logico che la riduzione del valore nominale del titolo possa andare ad incidere sugli interessi tempo per tempo già liquidati in quanto sarebbe impossibile chiederne ed ottenerne la restituzione.

²⁹⁶ Cfr. art. 18, par. 1, della bozza dei *Regulatory Technical Standards (RTS)* – part I, *cit.*

²⁹⁷ Tale impostazione pare coerente con il fatto che strumenti con meccanismo di attivazione identici ed uguale evento attivatore incorporano il medesimo livello di rischio.

²⁹⁸ Pare si debba escludere da tale ripartizione il c.d. *discretionary trigger* in quanto per sua stessa natura non può essere individuato *ex ante* il momento in cui verrà attivato.

Fatta tale suddivisione, ne discende che al verificarsi del *trigger event* l'ammontare del *write down* debba essere funzione oltre che dell'ammontare delle perdite che hanno causato la riduzione sotto la soglia di attivazione (maggiori saranno le perdite maggiore sarà il valore dei titoli che verrà falciato), anche dal peso proporzionale di ciascun titolo rispetto al dato aggregato risultante dalla somma dei vari strumento *ATI* di pari grado, tenuto conto del meccanismo attivatore e della soglia di attivazione²⁹⁹.

L'esposta architettura operativa della clausola *write down* fa sì che la prima parte delle perdite, soprattutto, laddove sia previsto un *high trigger*, venga di fatto assorbita esclusivamente dagli strumenti *ATI*, di guisa che i titoli computati nel *CET1* risulteranno postergati nelle perdite³⁰⁰.

Ne discende che i titoli *CoCos* dotati di un meccanismo di svalutazione permanente, pur presentando (almeno da un punto di vista formale) – prima del verificarsi del *trigger event* – un grado peggiore rispetto a quello del capitale sociale, verrebbero di fatto a partecipare al rischio connesso ai risultati negativi dell'attività d'impresa in misura potenzialmente più spiccata rispetto a quella dei soci e, a differenza di questi ultimi, senza poter beneficiare degli eventuali benefici del risanamento³⁰¹.

Per mitigare gli effetti ed il rischio incorporato negli strumenti *permanent write-down*, i titoli *ATI* possono poi essere proposti con clausola di svalutazione temporanea (c.d. *temporary write-down*), di modo che, al verificarsi di talune circostanze correlate al ritorno a condizioni di

²⁹⁹ Per meglio comprendere quanto esposto si propone il seguente esempio: data l'emissione di 3 *tranche* di titoli *ATI*, la prima di importo pari a 100, la seconda pari a 50 e la terza pari a 25, le quali prevedono una clausola di *permanent write down* nonché lo stesso *balance sheet trigger* (ovvero, identico meccanismo di attivazione) e lo stesso evento attivatore (si ipotizzi la discesa del *CET1* sotto il 6% delle attività ponderate per il rischio). Orbene, in caso di attivazione del *trigger event* ed erosione del *CET1* per valore pari a 50, le perdite saranno assorbite dalle 3 diverse *tranche* in base alla loro quota rispetto all'aggregato complessivo (vale a dire, 175) sicché, il valore nominale di ciascun titolo della prima *tranche* sarà ridotto per importo pari a 28,27, quelli della seconda *tranche* per valore pari a 14,28 e quelli della terza *tranche* per valore pari a 7,14.

³⁰⁰ A tal riguardo, si veda quanto è stato correttamente osservato da attenta dottrina L. A. LO PO', *I nuovi strumenti ibridi di capitale tra implicazioni regolamentari e questioni di diritto societario*, cit., p. 14, "una capacità di *loss absorption inferiore* si avrebbe invece nel caso di svalutazione del valore nominale che operi secondo un criterio di *pari passu* e *pro rata* con gli altri strumenti di *Additional Tier 1* ma che tenga altresì conto dell'ammontare degli strumenti di *Common Equity Tier 1*, così da ridurre la quota proporzionale di valore nominale dei titoli ibridi oggetto di svalutazione".

³⁰¹ Cfr. ESMA, "Potential Risks Associated with Investing in Contingent Convertible", Statement del 31 luglio 2014 laddove precisa che "Capital structure inversion risk: contrary to classic capital hierarchy, *CoCo* investors may suffer a loss of capital when equity holders do not. In certain scenarios, holders of *CoCos* will suffer losses ahead of equity holders, e.g., when a high trigger principal write-down *CoCo* is activated. This cuts against the normal order of capital structure hierarchy where equity holders are expected to suffer the first loss. This is less likely with a low trigger *CoCo* when equity holders will already have suffered loss. Moreover, high trigger Tier 2 *CoCos* may suffer losses not at the point of gone concern but conceivably in advance of lower trigger *ATIs* and equity".

profittabilità dell'ente, possa avere luogo la ricostituzione del valore nominale (c.d. *write-up*) del titolo in precedenza svalutato.

Ciò posto, al lato pratico, una volta verificatosi l'evento attivatore, gli eventuali interessi periodici, sebbene da riconoscersi con la discrezionalità di cui si è detto, devono essere determinati assumendo quale base di calcolo l'ammontare residuo non assoggettato a falcidia³⁰².

A ciò si aggiunga poi che il riacquisto di valore degli strumenti in parola deve operare, con piena discrezionalità dell'emittente e senza alcun vincolo contrattuale in tal senso³⁰³, solamente in presenza di utili distribuibili in forza di bilancio regolarmente approvato³⁰⁴.

In particolare, il *write up* degli strumenti *ATI*, secondo i *Regulatory Technical Standards*³⁰⁵, deve essere posto in essere in base a riparti proporzionali fra strumenti *ATI* simili (“*on a pro rata basis among similar Additional Tier 1 instruments*”) che siano stati soggetti in precedenza al *write-down*.

Tale disciplina del *write up* pare essere assai più approssimativa rispetto a quella descritta in punto di operatività della riduzione del valore nominale, omettendo la stessa di indicare quale sia l'elemento di “similarità” da cui muovere per determinare l'ordine con cui procedere alla ricostruzione del valore³⁰⁶.

In assenza di un puntuale chiarimento a tal riguardo, si ritiene che, al pari di quanto previsto in sede di attivazione del *write down*, la “similarità” debba essere accertata considerando il tipo di *trigger event* convenuto e la soglia di attivazione prevista, di modo che il riacquisto di valore operi specularmente ma in ordine inverso rispetto al *write down*³⁰⁷.

In aggiunta, i *Regulatory Technical Standards* stabiliscono che l'importo massimo che potrà essere utilizzato per la ricostituzione del valore nominale dei titoli *ATI* e per il pagamento degli interessi periodici (ovviamente, in rapporto al residuo valore nominale) non può superare un valore determinato in funzione dei profitti registrati e del peso proporzionale dei titoli *ATI* oggetto di precedente svalutazione in rapporto all'intero *Tier 1 capital* alla data del *write up*

³⁰² Cfr. art. 18, par. 2, della bozza dei *Regulatory Technical Standards* (RTS) – part I, *cit.*. Tale criterio pare possa essere peraltro applicabile anche nei casi in cui il *write down* sia permanente ma vada a intaccare frazioni progressive del valore nominale all'aumentare delle perdite.

³⁰³ Cfr. art. 18, par. 2, lett. c), della bozza dei *Regulatory Technical Standards* (RTS) – part I, *cit.*.

³⁰⁴ Sebbene possa in concreto risultare abbastanza temerario, pare si possa affermare che in presenza dei presupposti di cui all'art. 2433 *bis* c.c., si potrà procedere al *write-up* a seguito di un bilancio approvato in funzione del riconoscimento di un acconto sui dividendi, così procedendo alla distribuzione di quanto in tale sede accertato.

³⁰⁵ Cfr. art. 18, par. 2, lett. d), della bozza dei *Regulatory Technical Standards* (RTS) – part I, *cit.*.

³⁰⁶ In presenza di più emissioni di strumenti *CoCos ATI* con clausola di *temporary write down* ben può essere (e la normativa regolamentare non lo vieta) che in ciascun regolamento di emissione sia individuato, indipendentemente dal tipo di *trigger event* utilizzato, l'ordine con cui dare corso al *write up* in relazione agli altri strumenti in circolazione oggetto di precedente *write-down*.

³⁰⁷ In altre parole, gli ultimi strumenti che hanno subito la falcidia del valore nominale saranno i primi a riacquistarlo mentre, viceversa, gli strumenti che per primi hanno assorbito le perdite saranno gli ultimi a riprendere valore.

(vale a dire, l'aggregato complessivo tra il *CET1* e il residuo ammontare degli strumenti *AT1*)³⁰⁸. In ogni caso, anche in sede di *write up* è fatto obbligo di rispettare le restrizioni in tema di importo massimo distribuibile previste dall'art. 141 della CRD IV³⁰⁹.

La *ratio* di tale previsione deve essere individuata nella volontà di evitare l'introduzione di privilegi a favore dei portatori dei titoli ibridi *AT1* che possano rendere meno appetibile l'investimento nell'*equity* della banca e scoraggiare, così, operazioni di ricapitalizzazione che dovessero eventualmente rendersi necessarie. Invero, si tenga presente che per effetto di detta formula, in caso di ritorno *in bonis* dell'istituto, gli eventuali profitti non potranno essere interamente destinati a favore dei titoli ibridi al fine del loro riacquisto di valore, poiché una parte verrà comunque riservata a beneficio di eventuali distribuzioni a favore dei portatori degli strumenti di capitale *CET1*.

Infine, riprendendo un dato già in precedenza rilevato, si evidenzia che ai sensi dell'art. 54, par. 1, lett. d), i), del CRR la riduzione del valore nominale del titolo *CoCos AT1* deve operare anche nel procedimento di insolvenza o di liquidazione sicché non sono più ammissibili nei regolamenti degli strumenti *write down AT1* le clausole negoziali in forza delle quali il valore nominale in precedenza ridotto veniva automaticamente ricostituito in caso di insolvenza dell'ente di credito emittente, ciò anche in ragione del fatto che tale pattuizione non pare più coerente con l'illustrato meccanismo di *write-up*, secondo cui il riacquisto del valore nominale può avere luogo solo in presenza di "utili reali" definiti secondo il parametro dei *distributable items*³¹⁰.

³⁰⁸ Cfr. art. 18, par. 2, lett. e), della bozza dei *Regulatory Technical Standards (RTS)* – part I, *cit.*, laddove si prevede che l'importo massimo a servizio del *write up*, tenuto conto anche dell'eventuale importo degli interessi periodici, non possa essere superiore al valore risultante dalla moltiplicazione tra (A) i profitti dell'ente (accertati in base ad un bilancio regolarmente approvato) e (B) l'importo risultante dalla divisione tra (i) il valore nominale dei titoli ibridi antecedentemente al *write-down* e (ii) l'importo complessivo del *Tier 1 Capital* della banca, determinato al momento di esecuzione del *write-up*.

³⁰⁹ Cfr. art. 18, par. 2, lett. f), della bozza dei *Regulatory Technical Standards (RTS)* – part I, *cit.*, in cui si precisa che il *Maximum Distributable Amount* deve essere determinato in base all'art. 141, par. 2, della CRD IV, e alla correlata disciplina nazionale di recepimento.

³¹⁰ S. BONFATTI, *ult. op. cit.*, p. 366, con riferimento alla precedente disciplina osservava che "il soddisfacimento delle passività irredimibili nella sola misura risultante dalla riduzione per assorbimento delle perdite di gestione, allora, potrebbe condurre una determinazione di un residuo attivo di liquidazione distribuibile tra i soci, con la conseguenza che costoro potrebbero risultare beneficiari della restituzione di una porzione del capitale sociale pur in presenza di perdite sopportate da portatori di "capitale di credito" (per quanto assimilabile – ma non identico – al "capitale di rischio)". Ad avviso dello stesso Autore tale risultato non parrebbe accettabile in termini sistemici pertanto deve essere prevista una necessaria correzione di modo che la "porzione di capitale (e di interessi) "convertita" in finanziamento in conto capitale dovrà essere rimborsata, come tale in sede di liquidazione, dagli organi della procedura (volontaria o coattiva che sia), prima di passare all'eventuale distribuzione tra i soci del residuo attivo di liquidazione in ipotesi realizzato". Si veda inoltre L.A. LO PO', *I nuovi strumenti ibridi di capitale tra implicazioni regolamentari e questioni di diritto societario*, *cit.*, p. 15, nota 69, laddove si riporta quanto previsto sub art. 6 del regolamento di emissione del 20 luglio 2010, relativo ad € 500.000.000 *Non-cumulative Step-up Fixed/Floating Rate Subordinated Notes*, emessi da Unicredit S.p.A., "the principal of the Notes will be written up: (a) to the original principal amount, in the event of

Tale profilo merita più approfondite riflessioni, anche in termini di compatibilità tra esigenze regolamentari e tradizionali teorie societarie, atteso che non potrà sfuggire come tali previsioni, pur non incidendo almeno da un punto di vista formale sulla qualifica degli azionisti come *residual claimants*, siano potenzialmente in grado di svuotarne significativamente la sostanza pratica.

Questo in quanto, al verificarsi di situazioni di stress economico-finanziario e di conseguente riduzione dei coefficienti patrimoniali sotto alle soglie minime, gli strumenti *ATI* con *write down* assorbirebbero di fatto e in maniera definitiva la prima e maggiore quota di tali perdite, partecipando dunque al rischio di impresa in misura potenzialmente più elevata rispetto agli stessi azionisti della banca.

Infatti, i portatori di tali titoli vedono irrimediabilmente erose (o addirittura cancellate) le proprie pretese, tanto in termini di remunerazione periodica, quanto in termini di restituzione dell'investimento, a vantaggio, tra gli altri, degli stessi azionisti della società, i quali beneficerebbero del successivo ed eventuale ritorno a condizioni di profittabilità dell'ente di credito.

Sebbene appaia indubbio che la recentissima entrata in vigore delle disposizioni del CRR, imponga agli operatori del diritto l'individuazione di soluzioni giuridiche volte a ricondurre ad unità le esigenze di carattere regolamentare finalizzate ad accrescere la stabilità del sistema bancario nel suo complesso con i tradizionali principi di diritto societario, tuttavia, tale forzatura di ordine sistematico, che finisce per far trasmigrare in capo ad una classe di creditori il rischio d'impresa, può essere compresa e giustificata, per le ragioni che si svilupperanno nel successivo capitolo³¹¹, se si intuisce che la funzione teleologica sottesa all'emissione dei titoli *ATI* è di tipo assicurativa avverso il rischio di deterioramento della situazione patrimoniale o di insolvenza e non di natura speculativa (ovvero, di investimento).

6. Gli strumenti *ATI CoCos* e i nuovi strumenti di *bail-in* contrattuale attraverso il prisma della “*Bank Recovery and Resolution Directive*” (Direttiva 2014/59/UE)

Considerato il regime normativo a cui gli strumenti *CoCos* (c.d. “*CoCos* bancari” secondo la definizione convenzionale che qui si è data) devono attenersi nell'ambito della regolamentazione di vigilanza prudenziale, si rende necessario approfondire quale sia il regime giuridico ad essi accordato allorché l'ente emittente sia sottoposto ad una procedura di

winding up, dissolution, liquidation or bankruptcy (including, inter alia, Liquidazione Coatta Amministrativa) of the Issuer and with effect immediately prior to the commencement of such winding up, dissolution, liquidation or bankruptcy (including, inter alia, Liquidazione Coatta Amministrativa),...”.

³¹¹ Cfr. *infra* Cap. 3, par. 2.

risoluzione ai sensi della Direttiva 2014/59/UE (c.d. *Bank Recovery and Resolution Directive*, ovvero, *BRRD*), ancora in fase di recepimento nell'ordinamento domestico³¹², tenendo conto anche delle novità da quest'ultima apportate in punto di strumenti contrattuali volti a favorire l'ordinata gestione della crisi degli enti di credito.

7. Brevi cenni sulle origini della *Bank Recovery and Resolution Directive*

La BRRD rappresenta una “rivoluzione copernicana” in punto di armonizzazione comunitaria della disciplina dell'insolvenza³¹³ ed, in particolare, di quella bancaria.

I principi che hanno animato la predisposizione della BRRD nonché, per gli effetti, la disciplina in essa contenuta risentono grandemente, come è normale che sia, del contesto socio-culturale in cui detta direttiva è venuta alla luce: ovverosia, l'apice della crisi dei mercati finanziari e del debito sovrano³¹⁴.

Invero, l'articolarsi dei mercati finanziari in un prospettiva sempre più comunitaria, con conseguente forte interconnessione tra i singoli mercati nazionali, si è manifestata non solo in relazione all'attività di raccolta del credito (in ragione della libera circolazione dei capitali e dei servizi bancari) ma anche, e soprattutto, nelle modalità e nella velocità con cui la crisi di un ente creditizio (in particolare, nel caso in cui sia di rilevanza sistemica, *i.e.* G-SII) si propaga all'interno di un singolo mercato e in quelli limitrofi con rilevanti riflessi sulla stabilità anche dei conti pubblici, allorché si provi a “tamponare” la crisi con il denaro dei contribuenti.

Preso atto delle rilevanti esternalità negative discendenti da un gestione localista e spesso inadeguata delle crisi bancarie – anche in ragione di evidenti interessi politici –, nelle sedi politiche internazionali si è quindi intrapreso un lungo cammino per l'introduzione di discipline il più possibili convergenti per la gestione di tale tipo di crisi, volte a rafforzare la “disciplina di mercato” e a prevedere un regime speciale di risanamento e di risoluzione che escluda, per quanto possibile, il ricorso al sostegno della finanza pubblica (c.d. *bail-out*)³¹⁵.

³¹² Alla data in cui si sta scrivendo e al meglio delle nostre conoscenze, pare che non sia stata formalmente presentata od offerta in consultazione alcuna bozza di legge o di regolamento della Banca d'Italia per il recepimento della Direttiva 2014/59/UE.

³¹³ Si osserva infatti che fuori dal perimetro della legislazione dell'impresa bancaria non è dato riscontrare alcuna normativa volta ad individuare un'unitaria disciplina per la gestione delle insolvenze. Ed invero anche il noto Regolamento (CE) 1346/2000, applicabile a tutti i tipo di imprese, mira esclusivamente a regolare l'insolvenza transfrontaliera sotto il profilo dell'individuazione del giudice (o dei giudici) competenti all'accertamento dello stato di decozione e la relativa legge applicabile nonché del reciproco riconoscimento delle procedure di insolvenza.

³¹⁴ Cfr. M. HAENTJENS, *Bank Recovery and Resolution: an overview of international initiatives*, 8 luglio 2014, disponibile al sito www.ssm.com, par. 1.2.

³¹⁵ Meritano di essere rimembrate ed evidenziate le principali tappe di questo percorso. Nell'aprile 2009 i leader del G20 nel summit di Londra-Pittsburgh sollecitavano il riesame della disciplina di risoluzione delle crisi bancarie e incaricavano il *Financial Stability Board* (c.d. FSB) di presentare sue

In particolare, in siffatto contesto, si è assistito ad un orientamento volto a definire procedure e strumenti di gestione delle crisi che agiscono sia in prevenzione – attraverso la preindividuazione di strategie e condotte (c.d. *living will*) che ciascuna banca si impegna a rispettare per la gestione della propria futura ed eventuale risoluzione – sia nel momento in cui la stessa si verifica, in tal caso favorendo un’ordinata e rapida uscita dal mercato dell’impresa bancaria così riducendo il “costo sociale” della potenziale insolvenza³¹⁶.

Contestualmente a quanto si andava delineando in sede internazionale, gli organismi comunitari si sono attivati³¹⁷ per introdurre una disciplina armonizzata che fornisca strumenti adeguati per la prevenzione e la gestione delle crisi delle imprese bancarie e finanziarie con sede nell’Unione Europea che, dopo lunghe trattative di ordine tecnico e politico, ha visto la luce con la Direttiva 2014/59/UE del maggio 2014³¹⁸.

raccomandazioni per incrementare il coordinamento internazionale. Nel novembre 2010, nel corso del successivo summit a Seul il FSB presenta la sua raccomandazione suggerendo di implementare i livelli di capitale gli standard di liquidità conformemente alle prime bozze dei c.d. Accordi di Basilea III; i tale sede, i rappresentanti dei vari governi seguono i consigli del FSB e supportano l’adozione del regolamento di Basilea III, adeguando le varie legislazioni nazionali a far tempo dal gennaio 2013 ed entro il gennaio 2019. Successivamente, nel febbraio 2011 i ministri delle finanze degli stati aderenti al G20 riunitisi a Parigi propongono di introdurre un regime speciale per i c.d. *General Important Financial Institutions* (cd. *G-SIFIs*) che preveda maggiori controlli da parte delle autorità di vigilanza ed individui procedure di risoluzioni maggiormente efficaci sia sotto il profilo temporale sia in relazione ai risultati. Al G20 di Cannes, nel novembre 2011, i capi di stato approvano il documento del Consiglio per la stabilità finanziaria denominato “Caratteristiche essenziali dei regimi efficaci di risoluzione delle crisi per gli enti finanziari” che individua gli elementi fondamentali che il FSB reputa necessari per un regime ordinato ed efficace per la gestione della crisi e la risoluzione degli enti di credito (in particolare, si prevede l’introduzione di capitale supplementare per i *G-SIFIs*, di strumenti finanziari contingent capital e del regime di *bail-in*). Per un *excursus* storico-comparatistico con riguardo alle iniziative comunitarie e dei vari ordinamenti nazionali per la gestione delle risoluzioni bancarie, cfr. C.K. HENKEL – W.A. KAAL, *Contingent Capital in European Union Bank Restructuring*, in *Northwestern Journal of International Law & Business*, 2011-2012, p. 191 ss.

³¹⁶ C. THOLE, *Bank Crisis Management and Resolution*, 22 giugno 2014, disponibile al sito www.ssrn.com, p. 3.

³¹⁷ Le prime proposte di armonizzazione della disciplina delle crisi bancarie è contenuta nella Comunicazione della Commissione Europea dell’ottobre 2010, COM(2010) 579, contenente una prima bozza dei piani per la creazione di un quadro unionale per la gestione delle crisi nel settore finanziario.

³¹⁸ Per completezza, si rileva che in linea teorica l’art. 130 della BRRD dispone che entro il 31 dicembre 2014 gli ordinamenti nazionali avrebbero dovuto recepire la direttiva. Inoltre, è espressamente previsto che gli Stati membri applichino le disposizioni in essa contenute a decorrere dal 1° gennaio 2015, ad eccezione della sezione relativa allo strumento del *bail-in*, che dovrà essere attuata a livello nazionale, al più tardi, dal 1° gennaio 2016.

8. La struttura della direttiva *Bank Recovery and Resolution Directive* e la nuova disciplina per la gestione delle crisi bancarie

Il nuovo regime delle crisi bancarie rappresenta uno dei tre pilastri³¹⁹ del complesso processo di revisione della regolamentazione della supervisione bancaria, in risposta alle carenze riscontrate nel corso della crisi.

Preliminarmente, occorre evidenziare che il principio cardine di questo regime è costituito dall'assunto che le banche in crisi debbono essere sottoposte a procedure di ristrutturazione e/o di liquidazione senza che la stabilità dell'intero sistema economico nazionale e/o comunitario possa essere messa in pericolo, così provando rompere il doppio filo che legava la capacità di risanamento degli enti di credito alle disponibilità economico-finanziarie dello stato nel quale avevano sede.

Naturale portato di questo principio è che tutte le procedure per il governo della crisi di un ente – siano esse di risanamento ovvero di risoluzione –, debbono potersi autosostenere attraverso risorse private (ovvero, falcidia delle pretese creditori, utilizzo di fondi mutualistici finanziati attraverso accordi privati, ecc...) e, solo in via eventuale e residuale, mediante capitali o finanziamenti pubblici.

Nell'ambito di tale cornice, la BRRD prevede innanzitutto che ciascun stato membro individui una specifica autorità, definita "autorità di risoluzione"³²⁰, che in assoluta indipendenza, anche rispetto all'autorità di vigilanza (nella direttiva, definita, autorità competente), operi quale unico organo preposto *ex ante* a valutare l'adozione degli opportuni strumenti di pianificazione previsti dalla Direttiva in esame ed *ex post* a gestire le crisi dei singoli enti di credito.

³¹⁹ Gli altri due pilastri su cui poggia la nuova struttura della normativa bancaria comunitaria sono: a) il Meccanismo di Vigilanza Unico (*Single Supervisory Mechanism*) introdotto con il Regolamento UE n. 1024/14, volto a creare un meccanismo unico di vigilanza prudenziale sui principali enti di credito europei accentrato presso la Banca Centrale Europea; b) il Meccanismo Unico di Risoluzione (*Single Resolution Mechanism*) disciplinato dal Regolamento n. 806/2014 che fissa norme e una procedura uniformi per la risoluzione degli enti creditizi e di talune imprese di investimento nel quadro del meccanismo di risoluzione unico il quale si applicherà, però, ai soli enti di credito con sede negli Stati membri dell'area euro e agli altri Stati che sceglieranno di aderire all'Unione bancaria.

³²⁰ Ai sensi dell'art. 2 della BRRD, ciascun stato membro individua una (o, in via eccezionale, più) autorità di risoluzione abilitate ad applicare gli strumenti di risoluzione e ad esercitare i poteri di risoluzione. In particolare, l'autorità di risoluzione dovrà essere individuata nel *genus* dell'autorità amministrative pubbliche (ovvero, a titolo di esempio, la banca centrale nazionale, l'autorità di vigilanza finanziaria, il sistema di garanzia dei depositi, il ministero delle finanze o un'autorità appositamente creata). Inoltre, sul piano prettamente politico, la direttiva in esame richiede (art. 3, par. 5) che venga individuato un o più Ministeri Competenti da individuarsi nei ministeri delle finanze o in altri ministeri che sono competenti in materia di decisione economiche, finanziarie e di bilancio, i quali (nel caso in cui l'Autorità di risoluzione non sia anche il ministero in questione) dovranno essere preventivamente informati circa la futura adozione di strumenti di risoluzione.

La struttura della direttiva in esame può essere suddivisa in tre macro-categorie fondamentali.

Un primo gruppo di norme concerne le misure di prevenzione della crisi (c.d. misure di “*living will*”³²¹) che individuano una serie di attività che devono essere svolte *ex ante* come la predisposizione dei piani di risanamento (c.d. *recovery plan*)³²², redatti dagli stessi enti di credito, e i piani di risoluzione (c.d. *resolution plan*)³²³, preparati dalle autorità preposte alla risoluzione delle crisi, a cui si aggiunge la predisposizione degli accordi di sostegno finanziario infragruppo³²⁴.

Un secondo gruppo di norme disciplina le misure relative alla procedura di “intervento precoce”³²⁵, che mira ad assicurare azioni tempestive da parte delle autorità di risoluzione, una volta che si siano manifestati i primi segnali di rischio per la stabilità dell’ente.

Sono previste, infine (terzo gruppo), specifiche misure volte a regolare la risoluzione della crisi, in particolare individuando quattro strumenti (cfr. art. 37 BRRD): 1) lo strumento per la vendita dell’attività d’impresa (*sale of asset*); 2) lo strumento dell’ente ponte (*bridge bank*); 3) lo strumento della separazione dell’attività (*asset separation tool*); 4) lo strumento del *bail-in*.

Ai fini del presente scritto ci soffermeremo sullo strumento del *bail-in* la cui precipua funzione è quella di trasferire gli oneri delle ristrutturazioni bancarie dalla finanza pubblica (la quale non dovrà più essere impiegata per il salvataggio delle banche) agli azionisti e ai creditori delle imprese soggette a risoluzione, attraverso, da un lato, la cancellazione o la diluzione delle pretese dei primi, dall’altro, mediante la svalutazione e/o la conversione in titoli di capitale delle passività vantate dai secondi.

In particolare, nei seguenti paragrafi, ci si occuperà di quale sia il ruolo e la sorte che la BRRD accorda – nel rispetto dei principi di risoluzione e della disciplina del *bail-in* – ai c.d. “*Contingent Capital Bancari*” rientrati (per le ragioni di cui si è detto sopra) nel novero degli “strumenti di capitale”, nonché quale sia la sorte astrattamente prevedibile per i c.d. “*Contingent Capital Ordinari*”, anche con riferimento ai nuovi strumenti c.d. di “*bail-in* contrattuale” che sono introdotti dalla stessa BRRD.

³²¹ In ordine all’opportunità e all’effettiva utilità dei c.d. *living will*, cfr. C. THOLE, *Bank Crisis Management and Resolution*, p. 7 ss.

³²² Si vedano gli artt. dal 5 al 9 della BRRD.

³²³ Si vedano gli artt. dal 10 al 14 della BRRD.

³²⁴ Si vedano gli artt. dal 19 al 26 della BRRD.

³²⁵ Si vedano gli artt. dal 27 al 30 della BRRD.

9. L'operatività del *bail-in*

Sul piano operativo lo strumento del *bail-in* consiste nel potere conferito all'autorità di risoluzione di imporre in forza di una specifica previsione normativa: a) la falciatura del valore nominale di (alcuni dei) debiti dell'impresa bancaria (c.d. *debt write down*), al fine di assorbire le perdite registrate o ragionevolmente attese; b) la conversione (di parte) del debito in azioni ordinarie (c.d. *debt conversion into equity*) della medesima impresa bancaria al fine riportare il capitale regolamentare (c.d. *common equity tier 1*) ai livelli ritenuti adeguati dall'autorità di risoluzione.

Al lato pratico, attraverso l'esplicitarsi nelle due predette modalità, lo strumento del *bail-in* permette il conseguimento di due distinte ma connesse funzioni: a) l'assorbimento delle perdite (mediante la riduzione nominale dei titoli di debito) nel caso la banca abbia patrimonio netto negativo; b) la ricapitalizzazione dell'ente di credito qualora lo stesso abbia insufficiente capitale regolamentare³²⁶.

L'applicazione del *bail-in* in entrambe le predette forme, così come anche l'utilizzo degli altri tre strumenti di risoluzione previsti dalla BRRD, può operarsi purché risultino accertati e rispettati (a) gli obiettivi della risoluzione³²⁷ nonché (b) i principi di risoluzione³²⁸.

Quanto ai primi, è necessario che il *bail-in* sia funzionale a garantire la continuità delle funzioni essenziali dell'ente, ad evitare effetti negativi sulla stabilità finanziaria e a mantenere la disciplina di mercato nonché a ridurre al minimo il ricorso al sostegno finanziario pubblico.

Quanto ai principi di risoluzione, gli stessi impongono, per quel che più rileva ai nostri fini, che gli azionisti dell'ente sopportino per primi le perdite mentre i creditori per secondi – ciascuno nel rispetto delle proprie cause di prelazione – purché sia garantito loro di non subire un trattamento economico peggiore di quello in cui si sarebbero trovati qualora la banca fosse stata sottoposta ad una procedura di “insolvenza ordinaria”, vale a dire ad una liquidazione senza l'impiego di nessuno degli strumenti proposti dalla Direttiva (c.d. *no creditor worse off principle* o *NCWO*).

³²⁶ A tal proposito si osserva che l'art. 36 della BRRD impone che all'atto dell'apertura della procedura di insolvenza venga predisposta da un soggetto terzo ed indipendente da tutte le parti coinvolte (ivi inclusa l'Autorità di Risoluzione) una valutazione preliminare di guisa che sia possibile individuare l'effettiva consistenza patrimoniale dell'ente in crisi così determinando l'ammontare degli strumenti di capitale, prima, e l'ammontare dei crediti, poi, da sottoporre a svalutazione o a conversione. A ciò si aggiunga che al termine della procedura di risoluzione, l'art. 74 della BRRD prevede che sia compiuta una nuova valutazione da un soggetto indipendente allo scopo di accertare che gli azionisti e i creditori non abbiano ricevuto un trattamento peggiore rispetto a quello che sarebbe loro toccato nell'ambito di un'ordinaria procedura di insolvenza”.

³²⁷ Cfr. art. 31 della BRRD.

³²⁸ Cfr. art. 34 della BRRD.

Lo strumento del *bail-in* permette quindi il risanamento patrimoniale dell'ente di credito in crisi senza l'intervento della sostegno pubblico (ovvero, rendendolo del tutto residuale) in un lasso di tempo sufficientemente ristretto, di guisa che gli investitori e i mercati siano rassicurati in ordine alla presenza di adeguate risorse patrimoniali, così scongiurandosi i tipici effetti del *bank run* e del *bank panic*.

Conseguito tale obiettivo di contenimento della crisi, ai sensi dell'art. 51, par. 1, della BRRD, è fatto obbligo di associare allo strumento del *bail-in* misure di risanamento e di riorganizzazione dell'ente attraverso la predisposizione di un apposito piano industriale che, verosimilmente, dovrà contemplare il ricorso ad uno o più degli altri tre strumenti di risoluzione di cui si è fatto cenno (vendita dell'attività d'impresa, strumento dell'ente ponte e strumento della separazione dell'attività).

Sebbene sia evidente che il *bail-in*, per le ragioni più volte ribadite, permetta esclusivamente una ricapitalizzazione formale dell'ente e non fornisca soluzione in merito ad eventuali carenze di liquidità, ciò non di meno, è verosimile che un miglioramento dell'assetto patrimoniale derivante dalla diminuzione delle passività possa agevolare eventuali operazioni di fusione o acquisizione, ovvero, il reperimento di nuove fonti di finanziamento sia nei mercati finanziari sia nell'ambito dei mezzi di sostegno pubblicitici quali i "*finanziamenti di ultima istanza*".

In definitiva, attraverso il trasferimento forzoso in tutto o in parte del costo d'insolvenza in capo ai creditori si mira a scongiurare l'interruzione dell'attività d'impresa (soprattutto quella definita, "essenziale") sull'assunto che il ricorso ad un procedura prettamente liquidatoria porta nella maggior parte dei casi ad un risultato sub-ottimale di soddisfacimento dei creditori ed incide negativamente sulla stabilità finanziaria ed economica del sistema economico.

Tuttavia, tale prospettiva offre solo una faccia della medaglia posto che il pieno coinvolgimento dei privati nelle perdite conseguite dalle banche confligge, evidentemente, con il fondamentale principio della tutela del risparmio privato, essendo i risparmiatori stessi ricompresi fra i creditori le cui pretese possono essere oggetto di falcidia, ad eccezione dei titolari di passività non ammissibili³²⁹ o dei depositati entro i limiti di cui alla Direttiva 2014/49/UE³³⁰.

³²⁹ Cfr. art. 44 della BRRD.

³³⁰ L'art. 6 della Direttiva 2014/49/UE, prevede che "*Gli Stati membri assicurano che il livello di copertura del totale dei depositi di ciascun depositante sia di 100.000 EUR in caso di indisponibilità.*

2. In aggiunta al paragrafo 1, gli Stati membri assicurano che i seguenti depositi siano protetti oltre 100.000 EUR per almeno tre mesi e per un massimo di 12 mesi dopo l'accredito dell'importo o a decorrere dal momento in cui tali depositi diventano legalmente trasferibili:

a) i depositi derivanti da operazioni su beni immobili relative a proprietà residenziali private;

Pertanto, nel quadro d'insieme ne discende che pur di conseguire, nell'interesse generale, una maggiore solidità del sistema finanziario europeo si è di fatto sacrificato, in modo del tutto indistinto ad anche laddove difetti una specifica previsione contrattuale (diversamente dagli strumenti *CoCos*), il diritto alla tutela del risparmio che, a tacer d'altro, trova espresso riconoscimento e protezione nell'art. 47 Cost.³³¹.

9.1. Lo strumento del *bail-in* tra “*Comprehensive Approach*” e “*Target Approach*”

In ideale continuità con quanto da ultimo osservato in ordine al trasferimento degli oneri del risanamento in capo ai creditori degli enti di credito, si ritiene opportuno in questa sede soffermare brevemente l'attenzione sull'aspetto, particolarmente sentito in sede di predisposizione della BRRD, relativo alle diverse modalità di determinazione delle passività assoggettabili al *bail-in*.

In particolare, nel corso dei lavori preparatori della BRRD, la Commissione Europea, attraverso l'*Internal Market and Service Directorate General* (DG Market), ha offerto in consultazione un *working paper*³³² per la definizione di un quadro comunitario per la risoluzione delle crisi bancarie proponendo due diverse soluzioni: da un lato, il c.d. “*Comprehensive Approach*”³³³, e, dall'altro, in posizione antitetica, il c.d. “*Target Approach*”³³⁴.

9.1.1. Il *Comprehensive Approach*

Secondo lo schema del “*Comprehensive Approach*”, in larga parte accolto dalla direttiva in esame, all'autorità di risoluzione deve essere normativamente riconosciuto il potere

b) i depositi che soddisfano talune esigenze di carattere sociale fissate nel diritto nazionale e che sono collegati a particolari eventi della vita di un depositante quali il matrimonio, il divorzio, il pensionamento, il licenziamento, l'esubero, l'invalidità o il decesso;

c) i depositi che soddisfano talune esigenze di cui al diritto nazionale e che sono basati sul pagamento di prestazioni assicurative o indennizzi per lesioni personali dolose o ingiusta condanna”.

³³¹ Sebbene un'indagine in tal senso trascenda le finalità del presente scritto, non si può non rilevare il “cortocircuito normativo” a cui si sta andando incontro rispetto al dato del precetto Costituzionale. Invero, a fronte di una disciplina legislativa, soprattutto di ordine fiscale, che vieta sempre più l'utilizzo del contante o il ritiro dello stesso oltre una determinata soglia dagli sportelli bancari e che, di riflesso, impone ai cittadini di lasciare in deposito presso gli istituti di credito la quasi totalità dei propri risparmi, occorre interrogarsi in presenza di tale forma di coartazione siano compatibili con il principio di tutela del risparmio di cui all'art. 47 della Cost. le disposizioni della BRRD e delle future disposizioni di recepimento.

³³² DG INTERNAL MARKET & SERVICES, *Technical Details of a possible eu framework for bank recovery and resolution: working document 1*, 2011, disponibile al sito www.ec.europa.eu/internalmarket/consultations; in seguito, “DG Working Document”.

³³³ DG Working Document, p. 87 ss..

³³⁴ DG Working Document, p. 89.

di svalutare o convertire (anche in assenza di opposte clausole contrattuali in tal senso) in tutto o in parte i debiti subordinati o senior³³⁵ fintanto che ciò sia necessario – a mente di apposite valutazioni preliminari – per l’azzeramento delle perdite o la ricapitalizzazione dell’ente.

Questo tipo di approccio mira a riconoscere all’autorità di risoluzione ampi margini decisionali in ordine alla definizione – una volta azzerate le pretese degli azionisti – dell’ammontare delle passività da convertire o da svalutare al fine di risanare l’ente di credito e per ripristinare la fiducia del mercato³³⁶.

Per evitare impedimenti in ordine all’esercizio di tale potere si suggeriva peraltro di prevedere che tutte le nuove passività emesse dalle banche europee e, in particolar modo, quelle regolate dal diritto di uno stato terzo³³⁷, dovessero espressamente ed indistintamente riconoscere tale potere di svalutazione o conversione in capo all’autorità di risoluzione³³⁸. Tuttavia, si consigliava di escludere alcuni tipi di passività dall’assoggettabilità al *bail-in*, al fine di garantire il funzionamento e la stabilità del mercato dei capitali, così evitando crisi di liquidità nel breve termine o il pregiudizio dei diritti di credito di “soggetti deboli”³³⁹.

Da una diversa prospettiva va però evidenziato che il *Comprehensive Approach* può presentare numerose esternalità negative.

Innanzitutto, l’incertezza e imponderabilità *ex ante* per i creditori in ordine all’effettiva possibilità o probabilità che la propria pretesa creditoria possa essere o meno svalutata o convertita in capitale di rischio fa sì che l’ente di credito debba dover accordare un maggior tasso d’interesse (*i.e.* remunerazione) ai suoi creditori in sede di raccolta del risparmio a seconda del suo effettivo “stato di salute” o di quello del mercato in cui esso opera, atteso che più elevati sono i rischi di controparte o di mercato, maggiori sono i rischi di “insolvenza”

³³⁵ Tuttavia, cfr. DG Working Document, p. 87, laddove la proposta in discorso ha cura di precisare che “*such a power would only apply to new debt issued (or existing debt contracts renewed or rolled over) after entry into force of the power*”.

³³⁶ Nella prospettiva in esame, merita essere evidenziato che maggiore è la base delle passività assoggettabili a *bail-in* minore sarà la perdita che, proporzionalmente, ciascun creditore del medesimo grado sarà chiamato a sopportare.

³³⁷ DG Working Document, p. 88, laddove “*This contractual recognition should minimise the risk that any write down pursuant to the power would not be recognised or enforced by foreign courts*”.

³³⁸ Il riconoscimento contrattuale del *bail-in*, nella versione definitiva della BRRD è stato previsto esclusivamente per le passività regolate dal diritto di uno stato esterno rispetto a quello in cui ha sede l’ente di credito emittente. A tal riguardo si veda art. 55 della BRRD.

³³⁹ Cfr. DG Working Document, p. 88, secondo cui “*the following, in particular, may need to be excluded: swap, repo and derivatives counterparties and other trade creditors; short-term debt (defined by a specified maximum maturity); retail and wholesale deposits and secured debt (including covered bonds). It is also questionable whether the power could in practice be exercised to claims that are covered by master netting agreements (even if uncollateralised)*”.

assunto dal creditore³⁴⁰. Ciò potrebbe portare ad un generale incremento dei costi di finanziamento per gli enti di credito.

A ciò si aggiunga che l'inaspettato ed improvviso venir meno delle pretese creditorie di terze parti rileva, non solo in relazione "all'effetto panico" che potrebbe generare sul mercato sia *retail* che istituzionale l'eventuale uso del *bail-in*, ma anche e soprattutto, con riguardo alle conseguenze sistemiche che possono occorrere ai creditori che di riflesso vedono svalutata una quota del loro attivo patrimoniale.

Siffatta "conseguenza sistemica" non è – da un certo punto di vista – passata inosservata al legislatore comunitario tant'è che l'art. 44, par. 2, della BRRD ha disposto che l'autorità di risoluzione sia tenuta a limitare "*la possibilità per gli altri enti di detenere passività ammissibili allo strumento del bail-in, fatta eccezione per le passività che sono detenute presso entità che fanno parte dello stesso gruppo*".

L'attenzione giustamente riservata al sistema bancario muove sicuramente dal timore per l'effetto domino discendente dall'uso del *bail-in* sull'intero sistema creditizio; ciò nondimeno, detta "tutela" non pare considerare un approccio olistico dell'intero sistema economico in quanto non tiene conto delle dirompenti conseguenze che potrebbero occorrere alla ricchezza di privati cittadini (talvolta perfino inconsapevoli dell'esistenza dello strumento di risoluzione in discorso) o delle società (non finanziarie) creditrici dell'ente assoggettato a risoluzione.

In definitiva, il *Comprehensive Approach* se da un lato mira a rafforzare la c.d. disciplina di mercato maggiormente responsabilizzando gli azionisti (prevedendone il *wipe-out*) nonché, in particolar modo, i creditori i quali in tesi dovrebbero svolgere una maggior attività di *monitoring*³⁴¹; tuttavia, di converso, non tiene conto che non tutti gli investitori sono in grado di

³⁴⁰ Nell'ambito di un mercato finanziario sempre più globalizzato è peraltro prevedibile che le banche con sede in stati che accordano un'assistenza pubblica al risanamento dei propri enti di credito possano scontare (a parità delle altre condizioni di mercato) un tasso d'interesse minore. Come è stato osservato da DG Working Document, p. 88, è possibile che lo strumento incida sulle scelte degli investitori che in particolar modo nei periodi di stress tenderanno ad indirizzare i loro investimenti verso quei prodotti finanziari che sono esclusi dal *bail-in*: "*The disruption of insolvency rankings would almost certainly aggravate that, and could lead to debt being restructured as excluded forms of liability – an incentive to financial engineering that might not be desirable from a broader prudential point of view. Finally, there is a risk that funding may be driven into excluded areas (such as secured or insured financing – in particular in periods of stress)*".

³⁴¹ In tal senso, si richiama quanto affermato nel considerando n. 67 della BRRD: "*lo strumento del bail-in darà pertanto agli azionisti e ai creditori degli enti un maggiore incentivo a vigilare sul buon funzionamento dell'ente in circostanze normali ed è conforme alla raccomandazione del Consiglio per la stabilità finanziaria in base alla quale i poteri di svalutazione del debito e di conversione previsti per legge sono inclusi in un quadro di risoluzione come opzione aggiuntiva, unitamente ad altri strumenti di risoluzione*". Tali argomentazioni sono stati in dottrina criticate da B. P.M. JOOSEN, *Bail in mechanisms in the Bank Recovery and Resolution Directive*, working paper, disponibile al sito www.ssm.com, p. 4 secondo cui "*the BRRD language also overestimates the influence that shareholders and creditors may have in monitoring the financial health of European banks in going concern situations. Investors in*

svolgere tale attività di controllo sull'ente sia per ragioni di competenza che di disponibilità finanziarie.

Al lato pratico, vi è quindi il rischio potenziale che il *bail-in* nelle forme *Comprehensive Approach* non faccia altro che trasferire i costi dell'insolvenza dall'ampia massa dei contribuenti (*i.e. bail-out*) alla stretta base di ignari risparmiatori creditori dell'emittente soggetto a risoluzione³⁴².

9.1.2. Il *Target Approach*

In alternativa alla proposta testé illustrata, si pone il c.d. "*Target Approach*"³⁴³ secondo cui l'autorità di risoluzione dovrebbe individuare *ex ante* per ciascun ente di credito l'ammontare di debiti c.d. "*bail-in able*", vale a dire, passività che l'autorità di risoluzione può assoggettare a svalutazione o conversione conformemente alla disciplina del *bail-in* allorché ne ricorrono i presupposti³⁴⁴.

Secondo la Commissione l'ammontare minimo delle passività *bail-in able* dovrebbe essere definito entro una soglia dal 4 al 19% delle attività ponderate per il rischio poiché tale fu il *range* entro cui intervennero i governi per sostenere il risanamento degli enti di credito.

L'approccio in discorso (che d'altro canto valorizza la struttura negoziale degli strumenti "*contingent capital*") mira a garantire una maggiore certezza dei rapporti giuridici, scongiurando una evoluzione inaspettata degli stessi, in quanto sia i creditori sia gli enti bancari sono in grado di prevedere *ex ante* quale possa essere l'evoluzione della struttura patrimoniale della società in caso di attivazione di una procedura di risoluzione (vale a dire, chi e in quali termini sopporterà il costo del risanamento).

regulatory capital have little influence on the course of affairs of banks and must accept rather strict reduction of rights exercisable towards the bank when purchasing regulatory capital instruments".

³⁴² Per completezza rispetto a quanto si è detto, si osserva che il riconoscimento contrattuale del *bail-in* di cui all'art. 55 della BRRD è rivolto esclusivamente verso le passività regolate dal diritto di uno stato straniero rispetto a quello in cui a sede l'ente di credito. Tale previsione al solo fine di scongiurare che al lato pratico possano esserci secondo il diritto regolante lo strumento impedimenti al riconoscimento del potere di svalutazione posto in essere dall'Autorità di Risoluzione straniera.

³⁴³ DG Working Document, p. 89.

³⁴⁴ Come rilevato da C. BATES – S. GLEESON, *Legal aspects of bank bail-ins, Law and Financial Markets Review*, Luglio 2011, p. 270., l'attribuzione della facoltà di svalutazione o conversione all'Autorità di Risoluzione potrebbe presentare talune tensioni in ordine al tipo di interesse che le stesse sono chiamate in concreto a perseguire: "*it seems likely that the contractual provisions would need to be structured so that the initiation of the bail-in is triggered by an external act of an appropriate regulator or other public body and to ensure that any discretion about the extent of any necessary write-down or any compensatory issue of equity is also exercised by the authorities rather than the board. This would almost certainly create procedural and technical difficulties for public authorities, who in many cases would perceive unacceptable risks to acting pursuant to private rights rather than public obligations*".

Ex latere creditoris, siffatta conoscibilità dei rischi in concreto assunti permette agli investitori di manifestare preferenze di investimento in modo maggiormente consapevole e si profila come approccio più corretto rispetto alla scelta di imporre lo strumento del *bail-in* indistintamente a tutti i creditori³⁴⁵.

A ciò si aggiunga che, sebbene il tasso di interessi che in media dovrà essere accordato agli investitori *bail-in able* sarà maggiore rispetto a quello delle obbligazioni *senior*, tuttavia, si osserva che i maggiori oneri che l'ente è chiamato a riconoscere ai titolari di tali passività li andrà a scontare – in via tendenziale – sui minori tassi d'interesse da accordare agli stessi creditori *senior* i quali potranno beneficiare della “garanzia di solvibilità” che i primi indirettamente gli assicurano³⁴⁶.

Il meccanismo virtuoso che il *Target Approach* sostiene può tuttavia presentare al lato pratico alcune problematicità in merito alla possibilità di individuare – sia da un punto di vista tecnico sia da un punto di vista politico – un'unitaria convergenza in ordine all'ammontare minimo di passività *bail-in able* da emettere; ciò, in ragione delle numerose variabili che devono essere prese in esame o dei diversi parametri che possono essere assunti a riferimento.

Peraltro, una volta accertato l'ammontare che ciascuna banca (nonché quello dell'intero sistema bancario) è tenuto ad emettere, ulteriori e forse più gravi difficoltà si configurano nel reperire una massa sufficientemente ampia di investitori interessati e disponibili ad investire in tale tipo di strumenti³⁴⁷. In tal senso, l'eventuale indisponibilità degli investitore ad accollarsi il rischio e gli oneri del risanamento finirebbe per impedire od ostacolare l'attività di risoluzione.

³⁴⁵ Cfr. D. HISCOCK, *International Capital Market Association, Response Submission Re: European Commission Consultation Paper-Technical Details Of A Possible European Crisis Management Framework 1-2*, 2011, disponibile al sito www.icmagroup.org, p. 4 il quale osserva che “one positive aspect of the targeted approach is that investors may precisely express investment preferences. This creates a fairer transition to a new regime than simply imposing bail-in on existing investors”.

³⁴⁶ In un diversa prospettiva, si segnalano le considerazione svolte da ASSOCIATION OF BRITISH INSURERS, *The Abi's Response to Dg Internal Market Services: Technical Details Of a Possible Eu Framework for Bank Recovery and Resolution 5-6*, 2011, disponibile al sito www.abi.org.uk, secondo cui l'emissione obbligatoria di strumenti di debito andrebbe certamente ad incrementare i costi di finanziamento delle banche e che, in ogni caso, il *Target Approach* “have the unintended effect of promoting greater concentration into larger banks”. Tuttavia, tali osservazioni non pare tengano in debito conto i maggiori interessi che sotto la vigenza del c.d. *Comprehensive Approach* a corrispondere in ragione del maggior ed indistinto rischio che tutti i creditori sono potenzialmente chiamati a sopportare.

³⁴⁷ Cfr. INTERNATIONAL MONETARY FUND, *European Commission Consultation: Technical Details Of A Possible Eu Framework For Bank Recovery And Resolution*, 2011, disponibile al sito www.imf.org.

10. Le scelte normative della BRRD: adesione al *Comprehensive Approach* con aperture al *Target Approach*

L'analisi svolta con riferimento alle due diverse modalità di determinazione delle passività assoggettabili al *bail-in*, consente, in questa sede, di valutare con maggior consapevolezza le scelte normative operate dal legislatore comunitario, anche con particolare riguardo al ruolo e alle sorti degli strumenti *Contingent Capital* nella BRRD.

Pare che possa ritenersi oggetto di immediato apprezzamento il fatto che la BRRD privilegi la soluzione del *Comprehensive Approach*, riconoscendo all'autorità di risoluzione ampi poteri – a servizio della risoluzione – di cancellazione del valore nominale delle azioni³⁴⁸ nonché di svalutazione e di conversione delle passività ammissibili e dei titoli di debito³⁴⁹.

A tale ultimo riguardo si osserva che la BRRD dispone espressamente che possono e debbano essere assoggettate allo strumento del *bail-in* “*tutte le passività di un ente*” di credito (e quindi anche quelli afferenti ai fondi propri), salvo quelle escluse dall'ambito di applicazione di tale strumento a norma dell'art. 44, par. 2 e 3, della medesima direttiva, laddove, a titolo esemplificativo, si mandano esenti i diritti di credito dei depositanti, dei creditori garantiti nonché tutte le passività correlate al mantenimento delle c.d. “funzioni essenziali” (ad esempio, i debiti verso dipendenti, i debiti commerciali relativi a beni e servizi indispensabili per il funzionamento quotidiano dell'ente, ecc...).

Il concorrere di passività falcidiabili (c.d. “passività ammissibili”) e di passività esenti, fa sì che le autorità di risoluzione in previsione della potenziale ed effettiva applicazione dello strumento del *bail-in* debbano monitorare che in ogni momento gli enti di credito soddisfino il requisito minimo di fondi propri e di passività ammissibili, da determinarsi in rapporto al complessivo ammontare dei fondi propri e delle passività ammissibili dell'ente³⁵⁰.

Ciò posto, occorre però dare atto che nel nuovo quadro della risoluzione delle crisi bancarie non è del tutto rifiutata la tesi del *Target Approach*, alla quale si riconosce una qualche

³⁴⁸ Cfr. art. 63, par. 1, lett. h, BRRD, laddove si precisa che l'autorità di risoluzione abbia il “potere di svalutare, anche a zero, l'importo nominale delle azioni o altri titoli di proprietà di un ente soggetto a risoluzione e di cancellare tali azioni o altri titoli di proprietà”.

³⁴⁹ Cfr. art. 63, par. 1, BRRD, laddove si precisa che l'autorità di risoluzione ha il “*e) potere di svalutare, anche azzerandolo, il valore nominale o l'importo dovuto ancora non corrisposto a fronte delle passività ammissibili dell'ente soggetto a risoluzione;*

f) potere di convertire le passività ammissibili dell'ente soggetto a risoluzione in azioni o altri titoli di proprietà di tale ente o entità di cui all'articolo 1, paragrafo 1, lettera b), c) o d), di un ente impresa madre pertinente o di un ente- ponte al quale sono cedute le attività, diritti o passività dell'ente o dell'entità di cui all'articolo 1, paragrafo 1, lettera b), c) o d);

g) potere di cancellare i titoli di debito emesso dall'ente soggetto a risoluzione, ad eccezione delle passività garantite subordinate alle disposizioni dell'articolo 44, paragrafo 2”.

³⁵⁰ Cfr. art. 45 BRRD. Tuttavia, si osserva che al momento di redazione del presente scritto, l'EBA non ha ancora definito i parametri tecnici per l'individuazione del requisito minimo della passività ammissibili.

meritevolezza, permettendo che il requisito minimo dei fondi propri e passività ammissibili di cui all'art. 45, par. 1, possa essere soddisfatto a livello consolidato o individuale attraverso lo strumento del “*bail-in* contrattuale”³⁵¹.

In particolare, affinché una passività possa acquisire tale qualifica occorre che la stessa contenga una clausola contrattuale che riconosca all'autorità di risoluzione, allorché sia dichiarata aperta la procedura di risoluzione dell'ente, la possibilità di svalutare o convertire tali strumenti nella misura ritenuta necessaria, prima che siano svalutate o convertite altre passività ammissibili³⁵². In altre parole, attesa l'articolata struttura patrimoniale delle banche, si ritiene che gli strumenti di *bail-in* contrattuale si collochino in grado peggiore rispetto a tutti gli strumenti di debito ascrivibili nei fondi propri ma in grado di massima subordinazione rispetto a tutte le altre passività ammissibili³⁵³.

Inoltre, è necessario che lo strumento di *bail-in* contrattuale incorpori una clausola di subordinazione vincolante secondo cui, in caso di procedura ordinaria di insolvenza, la correlata pretesa creditoria vada a collocarsi al di sotto delle altre passività ammissibili e possa essere rimborsata solamente dopo queste ultime (ma ovviamente prima degli strumenti afferenti ai fondi propri).

Orbene, alla regola generale che prevede l'indistinta ed automatica assoggettabilità allo strumento del *bail-in* di tutte le passività di un ente, si affianca la possibilità di emettere strumenti che, in modo espreso, riconoscono all'autorità di risoluzione il diritto “discrezionale” di assoggettarli a svalutazione e/o a conversione, dando così corso alla configurazione di uno strumento finanziario che, ai fini che qui specificamente interessano, è ascrivibile alla fattispecie dei *CoCo Bond* ordinari (in quanto, sebbene siano emessi da enti di credito, difettano della collocabilità tra i fondi propri dell'ente) incorporanti un evento attivatore di tipo *discretionary trigger*.

³⁵¹ Cfr. art. 45, par. 13, BRRD.

³⁵² In tal caso il rapporto di conversione potrà essere anche non essere determinato in sede di emissione in quanto potrà essere definito dall'autorità di risoluzione all'occorrenza.

³⁵³ A tal riguardo si veda quanto previsto dell'art. 48, par. 1, BRRD in punto di definizione dell'ordine della sequenza della svalutazione e della conversione secondo cui “*se, e soltanto se, la svalutazione totale delle azioni o degli altri titoli di proprietà e strumenti di capitale pertinenti effettuata conformemente alle lettere a), b) e c) è inferiore alla somma degli importi di cui all'articolo 47, paragrafo 3, lettere b) e c), le autorità svalutano nella misura necessaria il valore nominale del debito subordinato diverso dal capitale aggiuntivo di classe 1 o capitale di classe 2 conformemente alla gerarchia dei crediti nella procedura ordinaria di insolvenza, in concomitanza con la svalutazione effettuata a norma delle lettere a), b) e c), fino al raggiungimento della somma degli importi di cui all'articolo 47, paragrafo 3, lettere b) e c)*”.

11. Le sorti degli strumenti *Contingent Capital* nella prospettiva della BRRD

I risultanti cui sin qui si è giunti permettono di affrontare in modo puntuale il tema del trattamento degli strumenti *Contingent Capital* nell'ambito della risoluzione degli enti di credito, laddove, è quasi superfluo sottolinearlo, si concentra maggiormente la loro funzione ed operatività.

Per impostare adeguatamente l'analisi è necessario tenere distinte le sorti degli strumenti *CoCos Bancari*, ascrivibili nei fondi propri dell'ente emittente ai sensi della disciplina di vigilanza, da quelle dei *CoCos Ordinari* i quali pur prevedendo una clausola di assorbimento delle perdite, tuttavia, non fanno parte dei mezzi di patrimonializzazione dell'ente.

11.1. L'applicazione dello strumento del *bail-in* ai *CoCos Bancari* (i.e. agli strumenti *ATI*)

Trattando innanzitutto dei *CoCos Bancari* si deve osservare che gli stessi, in ragione della loro peculiare collocazione nel patrimonio di vigilanza, sono tenuti ad attenersi alla disciplina di vigilanza prudenziali (i.e. CRR e CRD IV) e a quella di risoluzione degli enti bancari (i.e. BRRD) la cui applicazione congiunta può creare non pochi dubbi interpretativi ed operativi.

Un dato di immediata evidenza è riscontrabile nel fatto che i *CoCos Bancari*, essendo sottoposti alle disposizioni sia del CRR sia della BRRD, incorporano di fatto il concorso di diversi meccanismi di assorbimento delle perdite; ovvero, in quanto strumenti computabili nell'*ATI* devono prevedere una clausola di automatico assorbimento delle perdite al verificarsi del *trigger event* convenuto in sede di emissione; inoltre, attesa la loro qualità di strumenti di capitale sono assoggettati alla disciplina di svalutazione e conversione di cui all'art. 59 della BRRD.

Con quest'ultima disposizione viene riconosciuto all'autorità di risoluzione il potere – liberamente esercitabile – di svalutare o convertire gli strumenti di capitale (a) indipendentemente dall'esercizio di un'azione di risoluzione³⁵⁴, oppure, (b) in combinazione con un'azione di risoluzione. In quest'ultimo caso, l'esercizio di tale potere diviene obbligatorio (art. 59, par. 3, BRRD) allorché, risultino verificate una o più delle seguenti condizioni: a) sono

³⁵⁴ Cfr. art. 2, par. 1, n. 40, BRRD, secondo cui per "azione di risoluzione" si intende "la decisione di assoggettare un ente o entità di cui all'articolo 1, paragrafo 1, lettera b), c) o d), a risoluzione a norma dell'articolo 32 o 33, l'applicazione di uno strumento di risoluzione o l'esercizio di uno o più poteri di risoluzione".

accertate le condizioni della risoluzione di cui agli artt. 32³⁵⁵ e 33 BRRD, ma non è stata ancora esercitata alcuna azione di risoluzione; b) si accerta che il mancato esercizio di tale potere rispetto agli strumenti di capitale decreterebbe l'insostenibilità economica dell'ente³⁵⁶; c) l'ente richiede un sostegno finanziario pubblico straordinario. Il perno di tale previsione normativa è quello di accordare – coerentemente con il *Comprehensive Approach* – massima discrezionalità in ordine alla scelta delle modalità più opportune per il risanamento dell'ente nonché in merito alla determinazione dell'ammontare delle passività da svalutare o convertire.

In termini meramente schematici e per permettere la comprensione appieno dei diversi momenti in cui i *CoCos Bancari* (ovvero, gli strumenti *Contingent Capital* computati nell'*ATI*) possono essere chiamati ad assorbire le perdite, secondo una lettura combinata del CRR e BRRD, si propone la seguente tabella:

SVALUTAZIONE O CONVERSIONE PRIMA DELL'ATTIVAZIONE DELLA PROCEDURA DI RISOLUZIONE	SVALUTAZIONE O CONVERSIONE DOPO L'ATTIVAZIONE DELLA PROCEDURA DI RISOLUZIONE
Svalutazione o conversione (a seconda del meccanismo di assorbimento delle perdite previsto) a causa del verificarsi del <i>trigger event</i> convenzionalmente convenuto, ai sensi dell'art. 52 CRR	Svalutazione o conversione ("facoltativa") per volontà dell'autorità di risoluzione, ai sensi dell'art. 59, par. 1, lett. b), BRRD
Svalutazione o conversione ("facoltativa") per volontà dell'autorità di risoluzione, ai sensi dell'art. 59, par. 1, lett. a), BRRD	Svalutazione o conversione ("obbligatoria") ai sensi dell'art. 59, par. 3, BRRD

Da un semplice colpo d'occhio ci si può avvedere che la strumentalità rispetto alla funzione di assorbimento delle perdite dei *CoCos Bancari* viene esponenzialmente incrementata ad opera della BRRD, atteso che gli stessi si troveranno maggiormente esposti al rischio di subire una loro svalutazione o conversione ad opera dell'esercizio del relativo potere –

³⁵⁵ Si tenga peraltro presente che ai fini della determinazione circa il verificarsi delle condizioni di risoluzione è necessario accertare che la "svalutazione o la conversione contrattuale degli strumenti di capitale pertinenti ai sensi dell'articolo 59, paragrafo 2" non permetta di evitare il dissesto dell'ente in tempi ragionevoli.

³⁵⁶ L'art. 59, par. 4, BRRD precisa che un ente di credito si considera non più economicamente sostenibile se sono soddisfatte entrambe le seguenti condizioni: i) il gruppo è in dissesto o a rischio di dissesto; ii) tenuto conto delle tempistiche e di altre circostanze non si può ragionevolmente prospettare che altre azioni diverse dalla svalutazione o dalla conversione degli strumenti di capitale permettano di evitare il dissesto dell'ente.

discrezionale od obbligatorio – da parte dell’autorità di risoluzione³⁵⁷. Diversamente, nel CRR l’assorbimento delle perdite da parte degli strumenti *CoCos ATI* potrà avrà luogo esclusivamente al verificarsi dell’evento convenuto e secondo le modalità previste in sede di emissione.

In siffatta prospettiva è possibile constatare un diverso approccio tra il CRR e la BRRD in ordine al ruolo che gli investitori in strumenti di capitale *ATI* (e più in generale, i creditori della società) sono chiamati a svolgere nel risanamento dell’ente. In tal senso milita il testo del considerando n. 67 della BRRD laddove si afferma che con lo strumento del *bail-in* si consegue l’obiettivo di risanamento “*garantendo che gli azionisti e i creditori dell’ente in dissesto sostengano perdite adeguate e si facciano carico di una quota adeguata dei costi derivanti dal dissesto dell’ente*”.

La locuzione secondo cui gli azionisti e i creditori devono sostenere “perdite adeguate” pare rammostrare un approccio della direttiva volta a penalizzare la posizione dei soci e degli investitori quasi come se si volesse imputare loro, sebbene non in modo espresso, una responsabilità per “omessa vigilanza” sulla gestione e sull’andamento dell’ente di credito³⁵⁸, di riflesso, imponendogli un obbligo di costante *monitoring* su quest’ultimo al fine di scongiurare la crisi dello stesso ovvero di segnalarela con tempestività.

Tale prospettiva non pare però collimare con quella promossa dal Comitato di Basilea e fatta propria dal CRR, laddove invece si rinviene e si privilegia una funzione degli strumenti *ATI* quale condivisione degli oneri e dei costi del risanamento che opera esclusivamente al verificarsi del *trigger event* pattiziamente convenuto³⁵⁹.

A riprova della rilevante penalizzazione che i titolari di strumenti *ATI* possono essere chiamati a sopportare ai sensi della BRRD si ipotizzi il caso in cui l’applicazione dello

³⁵⁷ Si ritiene opportuno rilevare che qualora il *trigger event* non si sia verificato prima o contestualmente all’avvio dell’azione di risoluzione, i titoli *ATI* – a prescindere da quanto previsto in sede di emissione in punto di meccanismo di assorbimento delle perdite o, se del caso, con riguardo al rapporto di conversione – dovranno subire il trattamento ad essi accordato ai sensi degli artt. 47, 50, 59 e 60 BRRD. In particolare, pare possibile affermare che saranno soggetti a svalutazione allorché ciò sia necessario per ripristinare un valore netto della società pari a zero ovvero positivo (a prescindere che fosse previsto un meccanismo di assorbimento delle perdite mediante conversione). Nel caso invece di patrimonio netto positivo, il rapporto di concambio, non sarà quello convenuto (visto e considerato che il *trigger event* non si è verificato), bensì si determinerà un “tasso di conversione” fortemente diluitivo (art. 47, par. 1, BRRD), applicando *ex art. 50 BRRD* tassi diversi a classi diverse di strumenti di capitale, in conformità ad uno dei seguenti criteri: a) il tasso di conversione compensa adeguatamente il creditore per le perdite subite a causa della conversione; b) se si applicano tassi di conversione diversi, il tasso di conversione applicabile alle passività ritenute di primo rango in virtù del diritto fallimentare applicabile è maggiore di quello applicabile alle passività subordinate.

³⁵⁸ Cfr. B. P.M. JOOSEN, *Bail in mechanisms in the Bank Recovery and Resolution Directive*, cit., p. 4,

³⁵⁹ Cfr. *Idem*, p. 4, il quale rileva che “*in the BRRD the bail in mechanism is placed in the context of penalization of creditors and shareholders, rather than a burden sharing mechanism that was the original concept of the international authorities advocating the contingent capital mechanism*”.

strumento del *bail-in* da parte dell'autorità di risoluzione faccia seguito all'intervenuta attivazione del meccanismo di assorbimento delle perdite incorporato in una passività *CoCos*.

A titolo esemplificativo, si può ipotizzare che la banca comunichi ai titolari delle passività *CoCos ATI* il verificarsi del *trigger event* (il quale – attesa la sua natura convenzionale – potrà avere luogo nonostante la banca presenti una soglia di fondi propri superiore ai criteri minimi individuati dal CRR, c.d. *high trigger*) e proceda alla loro conversione in capitale di rischio³⁶⁰.

Laddove si andasse a sottoporre tale ente di credito ad una procedura di risoluzione che prevede l'applicazione dello strumento del *bail-in*, gli *ex CoCos holders*, nel frattempo divenuti azionista della società, potrebbero subire un ulteriore pregiudizio delle loro aspettative che si potrà manifestare nelle forme della cancellazione delle loro azioni (c.d. *wipe-out*, vale a dire, esclusione degli azionisti società), ovvero, della rilevante diluizione dei loro diritti partecipativi (c.d. *severe dilution*).

Da questa prospettiva, è facile constatare che la disciplina del *bail-in* di cui alla BRRD non riconosce alcuna protezione o trattamento “privilegiato” per i titolari di strumenti che già in precedenza hanno concorso al sostegno dell'ente³⁶¹; viceversa, la successiva applicazione dello strumento del *bail-in* dopo la già intervenuta applicazione del *loss absorption mechanism* si profili come un doppio pregiudizio (c.d. fenomeno del *double-dip*)³⁶² per coloro che hanno apportato passività *CoCos ATI*.

Infine, resta da mettere in evidenza un'ulteriore aporia riscontrabile nelle scelte del legislatore comunitario in punto di determinazione dei parametri di patrimonializzazione a cui deve attenersi ciascun ente di credito.

³⁶⁰ Si osserva che quanto si va esponendo è tendenzialmente irrilevante per quelle passività *CoCos* con clausola *write-down*, atteso che il venir meno in toto della pretesa creditoria rende il titolare dello strumento assolutamente indifferente alle successive vicende societarie. Viceversa, per le ragioni che sia vanno esponendo, l'ipotesi della conversione pone il “neo” socio in una condizione di forte interessamento in ordine all'evoluzione della società in quanto da essa dipende la possibilità di ottenere eventuale soddisfacimento delle sue ragioni di credito.

³⁶¹ Si veda art. 47, par. 2, BRRD secondo cui il procedimento di cancellazione delle azioni o di rilevante diluizione deve trovare applicazione “*anche nei confronti degli azionisti e dei detentori di altri titoli di proprietà qualora le azioni o gli altri titoli di proprietà in questione siano stati emessi o conferiti nelle circostanze seguenti: a) in virtù della conversione di titoli di debito in azioni o altri titoli di proprietà, a norma delle disposizioni contrattuali dei titoli di debito originari, al verificarsi di un evento precedente o simultaneo alla valutazione con cui l'autorità di risoluzione ha stabilito che l'ente o l'entità di cui all'articolo 1, paragrafo 1, lettera b), c) o d), soddisfaceva le condizioni per la risoluzione*”.

³⁶² Cfr. B. P.M. JOOSEN, *ult. op. cit.*, p. 11, laddove rileva che “*a subsequent application of the BRRD bail in mechanism may effectively result in a subsequent and additional reduction of claims of the holders of the CET1 capital instruments they obtained after the contingent capital mechanism has been applied pursuant to the CRR rules when a bank was still way before the 'point of non-viability' . Such subsequent application of bail in mechanisms, effectively results into a 'double dip' situation for bank regulatory capital providers*”.

L'art. 45 BRRD, come si è in precedenza rilevato, prevede infatti che l'autorità di risoluzione debba determinare l'ammontare minimo di "fondi propri" e di "passività ammissibili" che ciascuna banca deve in ogni momento rispettare. In particolare, per fondi propri si intendono gli strumenti di capitale *Tier 1* (al cui interno vi sono quelli *CET1* e *AT1*) e *Tier 2*, mentre per passività ammissibili si intendono le altre ed ulteriori passività che ai sensi dell'art. 44, par. 1, BRRD possono essere qualificabili come tali.

Tale previsione, sebbene strettamente strumentale a permettere all'autorità di risoluzione di monitorare la capacità di risanamento dell'ente anche ai fini della futura ed eventuale applicazione degli altri strumenti di risoluzione, può essere fonte di forti tensioni o conflitti tra quest'ultima e l'autorità competente per la vigilanza³⁶³.

Con ciò si vuol dire che, a mente del fatto che la definizione del livello di patrimonializzazione che ciascun ente di credito deve rispettare è determinata dal CRR in rapporto all'esposizioni ai rischi nonché dalla CRD IV sulla base dell'opportunità di definire ulteriori *buffer* di protezione (*i.e.* *buffer* di conservazione del capitale, *buffer* anticiclico, *buffer* per i G-SII), non è dato intendere se l'autorità di risoluzione esercitando il potere di definizione del "requisito minimo dei fondi propri" possa assumere diverse determinazioni rispetto a quelle adottate dall'autorità di competente nel rispetto della normativa di vigilanza prudenziale³⁶⁴.

Sul punto, non si può che auspicare che in sede di recepimento della BRRD gli organi a ciò preposti provvedano a sanare tempestivamente tale aporia normativa.

11.2. L'applicazione dello strumento del *bail-in* ai *CoCos* Ordinari e agli strumenti di *bail-in* contrattuale

Passando ora a considerare le sorti dei *CoCos* Ordinari in rapporto strumentale alla risoluzione degli enti di credito, occorre preliminarmente sottolineare che tale categoria – in tesi – non è del tutto omogenea posto che, al suo interno, è possibile ravvisare due sottoclassi: la prima, alla quale appartengono le passività che prevedono uno strumento di *bail-in* contrattuale ai sensi dell'art. 45, par. 13, BRRD (ovvero, *discretionary trigger* a favore dell'autorità di

³⁶³ Si ritiene opportuno rimembrare che ai sensi dell'art. 1 BRRD l'autorità di risoluzione e quella di vigilanza possono essere due soggetti giuridici diversi, ovvero, allorché se le relative competenze sono svolte dal medesimo ente è necessario che siano introdotte "*idonee disposizioni strutturali per garantire indipendenza operativa e per evitare conflitti d'interesse tra le funzioni*"

³⁶⁴ Segnatamente, si deve notare che l'art. 45, par. 6, BRRD dispone che l'autorità di risoluzione debba definire il requisito minimo dei fondi propri e delle passività ammissibili di modo che sia possibile soddisfare gli obiettivi della risoluzione; in tal senso, occorre interrogarsi se le disposizioni della BRRD possano interferire – e, in caso di risposta affermativa, in che termini – con il processo di valutazione dell'ente di credito allorché la stessa risulti adeguatamente patrimonializzato ai sensi del CRR e della CRD IV.

risoluzione); la secondo, alla quale afferiscono le passività che incorporano un *trigger event* di diversa natura (ad esempio, *balance sheet trigger*, *market value trigger*, *discretionary trigger* a favore di altri soggetti, ecc...).

Attesa la mancanza dei presupposti richiesti dal CRR, i *CoCos* Ordinari non sono quindi computabili nei fondi propri (con danno per l'ente di credito che non potrà annoverarle ai fini del rafforzamento dei propri requisiti di patrimonializzazione) e, al contempo, sono sottratti all'applicazione della speciali disciplina di penalizzazione prevista dalla BRRD per gli strumenti capitale (art. 59 BRRD).

Con particolare riferimento agli strumenti di *bail-in* contrattuale ai sensi dell'art. 45, par. 13, BRRD, si osserva innanzitutto che il loro riconoscimento e la puntuale definizione delle loro caratteristiche nell'ambito di ciascun ordinamento nazionale dovrà operarsi attraverso la normativa di recepimento, posto che la BRRD, difettando dei requisiti di *self-executing*, non trova immediata coerenza nei vari stati dell'unione.

Ad ogni modo, tenendo conto di quanto previsto dalla direttiva testé richiamata, si ritiene che gli strumenti di *bail-in* contrattuale siano qualificabili come passività ordinarie³⁶⁵ le quali, per poter rilevare ai fini del raggiungimento del requisito minimo dei fondi propri e della passività ammissibili, devono prevedere “*che, se un'autorità di risoluzione decide di applicare lo strumento del bail-in a tale ente, lo strumento è svalutato o convertito nella misura richiesta prima che siano svalutate o convertite altre passività ammissibili*”³⁶⁶.

Nonostante la loro attivazione, secondo quanto richiesto dalla direttiva, debba essere diretta conseguenza di un evento “oggettivo” (*i.e.* l'avvio del procedimento di risoluzione), ciò non di meno, si ritiene che l'evento condizionante in esso incorporato abbia natura di *discretionary trigger*, posto che, in ultima istanza, l'avvio del procedimento di risoluzione e l'accertamento dei relativi presupposti è frutto di una valutazione discrezionale operata dall'autorità di risoluzione ai sensi dell'art. 32 della BRRD³⁶⁷. Tuttavia, di converso, va però

³⁶⁵ Si ritiene in fatti che gli strumenti di *bail-in* contrattuali non abbiano natura di strumenti di capitale in senso stretto (ovvero, *AT1* e *Tier2*), pena la possibilità di incorrere in un vero e proprio cortocircuito concettuale ed operativo. Invero, come si è in precedenza osservato gli strumenti di capitali nell'ambito della BRRD sono sottoposti ad una disciplina peggiore rispetto a quella accordata agli strumenti di *bail-in* contrattuale, visto e considerato che, come si è in precedenza rilevato, la loro svalutazione o conversione ad opera dell'autorità di risoluzione può operarsi anche al di fuori dell'attivazione di un procedimento di risoluzione (art. 59, BRRD).

³⁶⁶ Cfr. art. 45, par. 13, BRRD.

³⁶⁷ Cfr. art. 32, par. 1, BRRD, secondo cui “*gli Stati membri provvedono a che le autorità di risoluzione possano avviare un'azione di risoluzione per un ente di cui all'articolo 1, paragrafo 1, lettera a), solo se l'autorità di risoluzione ritiene soddisfatte tutte le condizioni seguenti:*

a) l'autorità competente, previa consultazione dell'autorità di risoluzione, o l'autorità di risoluzione, alle condizioni stabilite al paragrafo 2 e previa consultazione dell'autorità competente, ha stabilito che l'ente è in dissesto o a rischio di dissesto;

rilevata che si tratta di una discrezionalità condizionata alla valutazione di alcune circostanze (*i.e.* i presupposti per la risoluzione) le quali di fatto impediscono che il tipo di *trigger event* in esame possa avere luogo prima che venga attivata l'azione di risoluzione, instaurandosi quindi un rapporto di stretta strumentalità tra quest'ultima e l'evento attivatore. In altre parole, prima della risoluzione non può verificarsi la svalutazione o la conversione (discendendone che i titolari di tali strumenti, diversamente da quanto detto con riguardo ai *CoCos* Bancari, non possono subire alcun fenomeno di *double-dip*), dopo la risoluzione queste ultime hanno luogo allorché ciò risulti necessario ai fini dell'esecuzione del piano di risoluzione.

A tale ultimo proposito, occorre infatti osservare che, al verificarsi dell'evento di risoluzione ed effettuata la valutazione in ordine all'importo da assoggettare a conversione o svalutazione, gli strumenti di *bail-in* contrattuale saranno chiamati a sopportare le relative perdite dopo l'intera svalutazione degli strumenti di capitale primario di classe 1 (*CET1*), nonché successivamente alla svalutazione o alla conversione degli strumenti aggiuntivi di classe 1 (*AT1*), di quelli di classe 2 (*Tier2*), ma prima di tutte le altre passività ammissibili, ancorché queste ultime abbiano natura di passività subordinate, con imputazione delle perdite in modo proporzionale a tutti gli strumenti di *bail-in* contrattuale³⁶⁸.

Da ultimo, è opportuno spendere qualche parola in ordine ai *CoCos* Ordinari che oltre a non avere i requisiti per la computabilità nei fondi propri non prevedono una clausola di *bail-in* contrattuale ai sensi della BRRD. Questi ultimi si delineano come una *asset class* assai fluida in quando difficile da definire *ex ante* ma anche assai residuale, in ragione dell'assenza di specifici vantaggi per l'ente di credito alla loro emissione (ovvero, non sono computabile nel patrimonio di vigilanza e parimenti non rilevano ai fini del requisito minimo dei fondi propri e delle passività ammissibili ai sensi della BRRD).

Pertanto, per quel che qui più rileva, in tale categoria di strumenti possono annoverarsi titoli di debito sia subordinati sia non subordinati ai quali possono essere associati *trigger events* assai eterogenei ed un meccanismo di assorbimento delle perdite che prevede o la svalutazione o la conversione in titoli di capitale.

b) tenuto conto della tempistica e di altre circostanze pertinenti, non si può ragionevolmente prospettare che qualsiasi misura alternativa per l'ente in questione, incluse misure da parte di un IPS, sotto forma di intervento del settore privato o di azione di vigilanza, tra cui misure di intervento precoce o di svalutazione o di conversione contrattuale degli strumenti di capitale pertinenti ai sensi dell'articolo 59, paragrafo 2, permetta di evitare il dissesto dell'ente in tempi ragionevoli;

c) l'azione di risoluzione è necessaria nell'interesse pubblico a norma del paragrafo 5".

³⁶⁸ Cfr. art. 48, par. 2, BRRD, secondo cui nell'applicare lo strumento della svalutazione o della conversione le autorità di risoluzione devono ripartire le perdite fra azioni, altri titoli di proprietà, fondi propri e passività ammissibili dello stesso rango "svalutando il valore nominale o l'importo da pagare non corrisposto di tali azioni o altri titoli di proprietà e passività ammissibili in misura proporzionale al loro valore".

Con particolare riguardo al verificarsi dell'evento attivatore è intuibile che lo stesso possa avere luogo prima, contestualmente o successivamente all'accertamento dei presupposti dell'azione di risoluzione.

Orbene, tralasciandosi l'ipotesi in cui lo strumento preveda un meccanismo di *write-down*, in ragione dell'indifferenza dell'investitore in ordine alle vicende societarie dopo il verificarsi dell'evento attivatore, si osserva che allorché il *trigger event* abbia luogo prima dell'azione di risoluzione, l'investitore diverrà socio dell'ente emittente e sarà quindi passibile della cancellazione o della rilevante diluizione dei suoi titoli partecipativi conformemente a quanto previsto dalla BRRD.

Quanto invece alle ipotesi in cui l'evento attivatore si verifichi contestualmente³⁶⁹ all'avvio dell'azione di risoluzione potrà avere luogo un indiretto concorso al risanamento dell'ente nel caso di titoli con clausola *write down*. Nel caso invece di conversione in capitale di classe 1, gli *ex CoCos holders* divenendo soci, potranno invece subire la cancellazione dei loro titoli partecipativi ovvero la loro rilevante diluizione.

Laddove invece l'attivazione del *trigger event* non abbia luogo prima o contestualmente all'azione di risoluzione, ciò non toglie che tali passività, se del caso, possano essere assoggettate – ovviamente dopo tutti gli altri debiti maggiormente subordinati³⁷⁰ – allo strumento del *bail-in* in quanto rientranti nel novero delle passività ammissibili.

³⁶⁹ La contestualità va individuata rispetto al momento di accertamento delle condizioni per la risoluzione (art. 32 BRRD) e, in ogni caso, prima dell'avvio di una o più azioni di risoluzione (art. 37 BRRD). In tal senso si veda, art. 47, par. 2, lett. a), BRRD laddove, in punto di trattamento dei titolari di fondi propri nell'applicazione del *bail-in*, si prevede che la simultaneità è da determinarsi alla valutazione con cui l'autorità di risoluzione ha stabilito che l'ente soddisfaceva le condizioni per la risoluzione.

³⁷⁰ I diversi gradi di subordinazione rilevano ai fini dell'ordine della svalutazione o della conversione. Invero, ai sensi dell'art. 48, par. 3, BRRD prima dell'applicazione del *bail-in* alle passività chirografarie, di cui all'art. 48, par. 1, lett. e), BRRD, è necessario che tutte le altre passività maggiormente subordinate siano già state integralmente svalutate o convertite.

CAPITOLO 3

LA NATURA GIURIDICA DEGLI STRUMENTI *CONTINGENT CAPITAL*, LA LORO COLLOCAZIONE SISTEMATICA ED ALCUNI SPUNTI IN TEMA DI “DISCIPLINA OPERATIVA”

1. Introduzione

Nei precedenti capitoli si è avuto modo di esaminare l'estrema articolazione in punto di struttura e contenuto che gli strumenti *contingent capital* hanno assunto ovvero possono in concreto assumere, approfondendo in particolar modo il tema dei requisiti essenziali a cui i titoli *CoCos* devono attenersi per la loro computabilità nei fondi propri (in particolar modo, nell'*ATI*) degli enti di credito, nonché la loro rilevanza ed operatività attraverso il prisma della BRRD.

Quanto finora considerato ha permesso di rilevare che gli strumenti *Contingent Capital* si caratterizzano per la presenza di alcuni elementi essenziali che fungono da “minimo comune denominatore” del tipo, a cui vanno aggiunti ulteriori requisiti allorché se ne voglia valorizzare la funzionalità nell'ambito della gestione prudenziale dell'impresa bancaria, ovvero, nelle azioni di risanamento o risoluzione degli enti di credito.

In tale dialettica, si comprende quindi la distinzione operata in introduzione al presente scritto laddove si sono distinti – secondo una definizione qui convenzionalmente adottata – i *CoCos Ordinari* e i *CoCos Bancari*.

Al di là delle diverse declinazioni che vanno ad assumere, gli elementi strutturali dei titoli *CoCos* possono essere così sinteticamente enucleati:

- a) l'apporto di una somma di denaro da parte dell'investitore alla società a fronte dell'emissione di titoli di debito, con impegno di quest'ultima a riconoscere una remunerazione periodica (ancorché nei *CoCos Bancari* debba essere accordata “*piena discrezionalità*” in ordine all'annullabilità dei corrispettivi³⁷¹) ed alla restituzione dell'importo conferito subordinatamente al non verificarsi del c.d. *trigger event*;
- b) l'individuazione di un *trigger event* che sia rappresentativo dell'andamento economico-patrimoniale della società emittente;
- c) la definizione di un meccanismo di assorbimento delle perdite che si attiva al verificarsi del *trigger event* e in conseguenza del quale ha luogo una riduzione del valore o la conversione in *equity* dei titoli *CoCos* (in quest'ultimo caso, dovrà essere altresì previsto il rapporto di conversione da applicare in sede di concambio).

³⁷¹ Cfr. *supra* Cap. 2, par. 5.2.2.1.

Inoltre, come si è avuto modo di rilevare nel precedente capitolo, allorché gli strumenti *CoCos* siano chiamati ad essere computati nel patrimonio *ATI* degli enti di credito, gli stessi presentano una struttura negoziale maggiormente definita e più rigida in quanto devono ammettere una spiccata dilatazione della capacità di assorbimento delle perdite, di fatto trasferendo in capo ai relativi titolari una maggior compartecipazione al rischio d'impresa. In particolare, oltre a quanto si è testé detto, i *CoCos* bancari dovranno integrare – in estrema sintesi – i seguenti ed ulteriori requisiti:

- a) spiccata subordinazione, ovverosia, devono essere di classe inferiore agli strumenti *Tier 2* in caso di insolvenza;
- b) perpetuità, con esclusione di qualunque incentivo al rimborso;
- c) eventuale riacquisto anticipato assolutamente discrezionale e preventivamente autorizzato dall'autorità di vigilanza;
- d) “piena discrezionalità” in ordine all'annullamento delle distribuzioni periodiche da parte dell'ente emittente;
- e) attivazione del *trigger event* quando il coefficiente primario di classe 1 (*CET1*) scende sotto la soglia minima del 5,125% ovvero sotto quella diversa, maggior soglia, convenzionalmente convenuta.

Sebbene i *CoCos* Bancari ripetano oggi – ai soli fini della vigilanza prudenziale – la definizione delle proprie caratteristiche negoziali direttamente nel Regolamento UE n. 575/2013 (CRR)³⁷², tuttavia, tale regolamento, per le ragioni di cui si è detto³⁷³, non si è occupato di definire quale debba essere lo strumento finanziario da utilizzarsi a fini dell'emissione. In altre parole, la disciplina di vigilanza perimetra il “contenuto” (*i.e.* “struttura negoziale”), lasciando all'operatore del mercato o all'interprete l'individuazione del “contenitore” (*i.e.* “strumento finanziario”) in cui “confezionare” tale assetto negoziale.

Muovendo da tali premesse, nel presente capitolo si procede quindi ad un esame della struttura negoziale degli strumenti *contingent capital* al fine di addivenire, innanzitutto, ad una qualificazione giuridica del rapporto negoziale ad essi sotteso per poi indagare la loro collocazione sistematica nell'*ampius genus* degli strumenti finanziari che la riforma del diritto societario del 2003 ha introdotto nel nostro ordinamento. In tale prospettiva, si procederà poi a considerare alcuni dei profili di disciplina che potranno venire in rilievo in ragione del tipo di strumento finanziario in cui i titoli *CoCos* possono essere “confezionati”.

³⁷² Si osserva che quanto previsto nel CRR, *ex art.* 288 TFUE è obbligatorio in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile in ciascuno degli stati membri, trovando immediata cogenza anche nei confronti dei singoli.

³⁷³ Cfr. *supra* Cap. 2, par. 5.2.

2. La funzione economica-causalistica degli strumenti *Contingent Capital*

Benché dopo la riforma delle società del 2003 l'indagine sulla natura giuridica degli strumenti obbligazionari – e, in particolar modo di quelli ibridi – abbia perso la propria centralità³⁷⁴, lasciando spazio ad una ricerca volta ad individuare la sussumibilità di una data struttura negoziale in uno dei diversi tipi di strumenti di finanziamento che l'ordinamento riconosce, ciò non di meno, si ritiene opportuno provare ad individuare – anche in ragione della specificità del tema e della sua novità – l'esatta qualificazione del rapporto causale sotteso all'emissione dei titoli *CoCos*.

Quale punto di partenza imprescindibile occorre definire la funzione economica (ovverosia, la causa concreta³⁷⁵) sottesa al rapporto *contingent capital* esaminando gli interessi che le parti si prefiggono di conseguire con l'emissione dei *CoCos*, da un lato, e la sottoscrizione, dall'altro. In altre parole, l'emissione degli strumenti in esame risponde esclusivamente ad una funzione di finanziamento dell'ente emittente (seppure, secondo un modello atipico), ovvero, le parti mirano a realizzare un fine ulteriore? Sul piano causale, che rilievo assume il fatto che il *trigger event* debba essere correlato all'andamento economico dell'emittente?

Orbene, si può innanzitutto notare che i titoli *CoCos* si caratterizzano per la presenza di due momenti: il primo, essenziale e/o tipico, che si sostanzia nell'emissione di titoli di debito a fronte dell'apporto di capitali da parte dell'investitore all'emittente che si impegna, subordinatamente al non verificarsi del *trigger event*, a restituirli alla scadenza o al termine della vita sociale e riconoscendo una remunerazione periodica di tale investimento (salva, la facoltà di annullamento della corresponsione degli interessi nei *CoCos* Bancari); il secondo, di tipo

³⁷⁴ A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, Milano, 2013, p. 112. Alle medesime conclusioni era pervenuto anche prima della riforma D. GALLETI, "Elasticità" della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1997, p. 267; S. LUONI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari. Titoli di debito nelle società di capitali*, Bologna, 2010, p. 26; V. DONATIVI, *Le obbligazioni di s.p.a.*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Padova, 2011, p. 242, il quale osserva che "i diritti incorporati nelle obbligazioni, così come fin qui delineati e precisati, trovano a loro volta giustificazione causale in una relazione negoziale sinallagmatica che viene ad instaurarsi tra la società emittente e l'obbligazionista, attraverso il rilascio e la sottoscrizione del titolo, normalmente (ma non necessariamente) a fronte della dazione alla società emittente di un determinato "capitale" a titolo di "prestito". Per vero, ben potrebbe accadere che, nel singolo caso concreto, rilascio e sottoscrizione avvengano per ragioni diverse (e così, donandi causa, solvendi causa, in pagamento di merci, in regolamento di crediti preesistenti o per altre ragioni ancora) legate al rapporto fondamentale sottostante tra società emittente e primo prenditore dell'obbligazione".

³⁷⁵ In accordo con gli orientamenti maggioritari della dottrina e della giurisprudenza, la categoria della "causa in concreto", valorizzando la "vitalità" del singolo contratto, permette di individuare meglio di altre teorie (i.e. teoria oggettiva classica, teoria soggettiva, teoria della causa quale tipica funzione economico-sociale, teoria anticausaliste) la funzione negoziale di ogni singolo contratto o del tipo contrattuale, permettendo una migliore e più agevole qualificazione del tipo contrattuale. Sul punto si veda, C.M. BIANCA, *Diritto Civile – Il Contratto*, Milano, 2006, p. 452.

eventuale, che ha luogo allorché si verifichi il *trigger event* e si caratterizza per l'elisione della pretesa creditoria dell'investitore – nelle forme di cui si è detto – al fine di permettere all'emittente l'assorbimento delle perdite che la stessa si trovi a dover fronteggiare.

Se ci si sofferma a considerare la prima fase (essenziale/tipica), i *CoCo bonds* si presentano come titoli di debito (caratterizzati dalla serialità dei diritti e della remunerazione periodica) – in termini non dissimili dagli ordinari titoli obbligazionari (c.d. *plain vanilla bonds*) – privi di diritti partecipativi alla vita sociale nei quali può essere riscontrata una funzione causale tipica di “prestito”³⁷⁶. Tuttavia, ciò che contraddistingue i *CoCos* dalle obbligazione *plain vanilla* è la contestuale presenza nella struttura negoziale di una componente parametrica (operativa solo verso il basso) che fa dipendere l'effettivo rimborso del capitale al non verificarsi di un pre-individuato *trigger event* che riflette l'andamento economico (“negativo”) dell'emittente.

In altre parole, il rimborso di quanto apportato avrà luogo a favore del *CoCos holder* solamente nel caso in cui *medio tempore*, e prima della scadenza, non si sia verificato l'evento idoneo ad attivare il meccanismo di assorbimento delle perdite. In tal caso, si apre dunque la c.d. fase eventuale in cui ha luogo la perdita totale o parziale del diritto di credito vantato dal *CoCos holder*³⁷⁷ e, di riflesso, la ricapitalizzazione “formale” della società emittente o la riduzione del disavanzo negativo.

Nel vigore dei c.d. “strumenti ibridi di patrimonializzazione” dell'impresa bancaria (*i.e.* strumenti innovativi e non innovativi del capitale)³⁷⁸, assai simili ai *CoCos* per ragioni di prossimità strutturale, il dibattito accademico sulla loro qualificazione giuridica ha conosciuto diverse prese di posizione ed orientamenti. In particolare, muovendo dalla constatazione che il rischio sopportato dall'investitore è talmente elevato che la funzione mutuatizia dell'apporto risulta di fatto snaturata, si è sostenuto che la natura giuridica di tali strumenti fosse quella di “prestazioni di rischio”³⁷⁹, ovvero, di vere e proprie forme di partecipazione del creditore al rischio d'impresa³⁸⁰, oppure, di contratto atipico avente accentuate continuità con il negozio di associazione in partecipazione³⁸¹.

³⁷⁶ V. DONATIVI, *Le obbligazioni di s.p.a., cit.*, p. 243.

³⁷⁷ È pacifico che la pretesa creditoria del titolare dello strumento *CoCos* viene falcidiata sia che si faccia ricorso alla conversione del debito in *equity* sia nei casi in cui venga adottata la clausola *write-down*.

³⁷⁸ Come si è visto *supra* Cap. 2, par. 5.2, nel vigore della Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006 gli strumenti innovativi e non innovativi erano i titoli computabili nel patrimonio *Tier 1*.

³⁷⁹ G.B. PORTALE, “*Prestiti subordinati*” e “*prestiti Irredimibili*” (*Appunti*), in *Banca borsa e titoli di credito*, 1996, p. 6 ss.

³⁸⁰ G. FAUCEGLIA, *Le obbligazioni emesse dalle banche*, Milano, 2000, p. 124.

³⁸¹ M. DE ACUTIS, *L'associazione in partecipazione*, Milano, 1999, p. 249 ss.

Altra dottrina riscontrava in tali strumenti gli elementi qualificanti della cointeressenza impropria³⁸², del conferimento di capitale di rischio o delle varianti innovative dello stesso³⁸³, ovvero, più in generale, si rinveniva la compresenza degli elementi tipici del prestito obbligazionario e di forme di partecipazione al rischio d'impresa³⁸⁴.

In questa sede, si ritiene che alcune delle qualificazioni a cui si è pervenuti in passato non siano oggi pienamente soddisfacenti ai fini della definizione della natura giuridica degli strumenti *contingent capital* e ciò per diversi ordini di motivi.

In primo luogo, non pare percorribile la strada dell'assimilazione a forme atipiche di conferimento di capitale di rischio o a varianti dello stesso in quanto, da un lato, i titoli *CoCos* fintanto che non si verifica il *trigger event* incorporano un diritto di credito a favore dell'investitore e devono essere tassativamente rimborsati prima della distribuzione del residuo di liquidazione; dall'altro, non godono di alcun diritto amministrativo (*i.e.* voto nell'assemblea dei soci, nomina di un amministratore, ecc...) e, salve eccezioni per i *CoCos* Ordinari, nemmeno di diritti partecipativi agli utili. Di converso, i titoli *CoCos* possono incorporare un grado di rischio maggiore di quello sopportato dagli stessi soci, laddove sia prevista una clausola di assorbimento delle perdite *write-down* con *high trigger*³⁸⁵.

In secondo luogo, non paiono parimenti accoglibili le tesi che ravvedono un rapporto di associazione in partecipazione o di cointeressenza impropria.

Invero, nell'associazione in partecipazione l'associante riconosce all'associato una partecipazione agli utili verso il corrispettivo di un determinato apporto; nella struttura negoziale dei titoli *CoCos* i corrispettivi periodici hanno natura di veri e propri interessi sul capitale e, sebbene parametrabili *per relationem* ad indici interni o esterni, non figurano come diretta partecipazione dell'investitore all'utile realizzato tant'è che gli oneri di remunerazione potranno essere dedotti dal ricavato d'esercizio *ante* imposte.

Quanto poi all'ipotesi di qualificare il rapporto *CoCos* come cointeressenza impropria, non riscontrarsi un punto di contatto tra le due fattispecie. Invero, nella cointeressenza impropria, ai sensi dell'art. 2554 c.c., l'associato a fronte dell'apporto partecipa agli utili e non alle perdite dell'impresa. Oltre a quanto si è già detto in ordine alla natura della remunerazione periodica dei titoli *CoCos*, si evidenzia che l'investitore, a fronte del proprio apporto di capitale, differentemente da quanto previsto per il rapporto di cointeressenza impropria, non è chiamato a

³⁸² D. GALLETI, "Elasticità" della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie, cit., p. 267.

³⁸³ P. MARCHETTI, *Le obbligazioni nel Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *Banca Borsa e titoli di credito*, 1998, p. 489 ss.

³⁸⁴ M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001, p. 60 ss.

³⁸⁵ Come si è visto *supra sub* Cap. 2, par. 5.2.2.3., la possibilità che i titolari degli strumenti *CoCos* possano sopportare le perdite prima e in modo più spiccato dei pare "giustificato" solamente nella prospettiva in cui si ravveda in essi una funzione causale *latu sensu* assicurativa.

partecipare agli utili ma esclusivamente alle perdite allorché queste minaccino la continuità dell'attività d'impresa e comportino l'attivazione del *trigger event*.

Ciò posto, da una prospettiva olistica che tenga conto dell'intera struttura negoziale e dell'interesse sotteso all'emissione, si ritiene che la funzione causale a cui tendono gli strumenti *contingent capital* possa essere assimilata a quella discendente da un "contratto atipico di assicurazione", da intendersi quale negozio volto al trasferimento di una predeterminata alea economica da un contraente ad un altro³⁸⁶.

In effetti, se si pone a mente il fatto che il fine ultimo degli strumenti *CoCos* è quello di favorire il superamento della crisi e la continuità dell'attività d'impresa (talvolta, concorrendo alle perdite anche prima degli azionisti), si può osservare come il terzo finanziatore (quale, "assicuratore") apporti capitali di debito (*id est*, massimale garantito) alla società (quale, "parte assicurata"), ricevendo – a titolo di contropartita – la liquidazione di interessi periodici (*id est*, premio annuale), al contempo accettando l'incognita di dover rinunciare, al verificarsi dell'evento convenuto (e rappresentativo di criticità economica o patrimoniale per l'emittente), in tutto o in parte al proprio diritto di credito, sopportando prima, contestualmente o successivamente rispetto ai soci il rischio economico discendente dall'attività d'impresa³⁸⁷. Di fatto tiene indenne la società (nei limiti pattuiti) dalle conseguenze patrimoniali derivanti dal suo andamento negativo.

Tale funzione "assicurativa" emerge in un duplice accezione. Invero, l'attivazione dei *CoCos*, da un lato, arreca un vantaggio diretto all'emittente il quale, a fronte dello stesso attivo, vede ridotte le proprie passività così presentandosi maggiormente patrimonializzata, ovvero, nel caso di *Gone-CoCos*, le permette di intraprendere un'ordinata procedura di risoluzione e/o liquidazione; dall'altro, produce un vantaggio indiretto per tutti i restanti creditori dell'emittente i quali, se titolari di un credito di grado peggiore o *pari passu* con i *CoCos holders*, vedranno la loro pretesa maggiormente "tutelata o garantita" per effetto dell'elisione di una quota del

³⁸⁶ A. TORRENTE – P. SCHLESINGER, *Manuale di Diritto Privato*, Milano, 2009, p. 743.

³⁸⁷ Circa la funzione auto-assicurativa degli strumenti *CoCos*, si veda J. DICKSON, *Protecting banks is best done by market discipline*, in *Financial Time*, 8 aprile 2010, disponibile al sito www.ft.com, secondo cui i *CoCos* "would create a notional systemic risk fund within the bank itself – a form of self-insurance pre-funded by private investors to protect the solvency of the bank". Si veda inoltre L. SELLERI, *La rilevanza della resilienza nel processo evolutivo del risk management: sfide ed opportunità per le imprese di assicurazione*, in *Diritto economia delle assicurazioni*, 2011, p. 1419 ss., il quale, approfondendo le prospettive di mercato di nuovi prodotti assicurativi, colloca le "operazioni" *contingent capital* tra i c.d. sistemi di *Alternative Risk Transfer* (ART), qualificandole come "forme alternative di trasferimento dei rischi vanno oltre le coperture assicurative tradizionali e sono mirate a mettere a punto soluzioni di trasferimento del rischio che risultino d'interesse per le imprese clienti sia sotto il profilo strategico che sotto il profilo economico".

passivo³⁸⁸ ma, in ogni caso, potranno beneficiare della “ri-competitività” dell’emittente conseguente al suo rafforzamento patrimoniale³⁸⁹.

Attese le predette considerazioni, si può affermare che attraverso gli strumenti *CoCos* Ordinari l’emittente ottiene la consegna di una determinata provvista, con l’impegno certo a riconoscere un corrispettivo periodico all’investitore e con l’obbligo di rimborsare il relativo importo capitale subordinatamente al non verificarsi del *trigger event*³⁹⁰.

Tenuto conto di quanto esposto, merita di essere approfondita la qualificazione giuridica dei *CoCos* Bancari in ragione del fatto che in tali casi sebbene sia prevista una remunerazione periodica (*i.e.* il premio assicurativo), tuttavia, l’ente di credito (*i.e.* soggetto assicurato) può discrezionalmente sottrarsi a tale obbligo (però con probabili effetti negativi sulla sua reputazione). La facoltà di annullare il riconoscimento di una remunerazione periodica (ciò potrebbe portare all’assoluta gratuità dell’apporto), ovvero sia, secondo la prospettiva di cui sopra, il mancato riconoscimento di un premio per il rischio assunto, finisce per snaturare anche l’ipotesi della funzione assicurativa, atteso che – in linea ipotetica – si potrebbe assistere ad un apporto gratuito a cui è altresì associato il rischio – al verificarsi del *trigger event* – di perdere quanto investito.

In siffatta prospettiva, si deve andare a qualificare il rapporto in questione, secondo un’espressione offerta da autorevole dottrina, come “*prestito a tutto rischio*”³⁹¹ in cui si assiste ad una fattispecie contrattuale atipica caratterizzata dal collegamento negoziale tra un mutuo e una donazione sotto condizione sospensiva³⁹² (nei casi di *CoCos* con clausola *write-down*),

³⁸⁸ Questo secondo profilo è maggiormente apprezzabile nei c.d. *CoCos* Ordinari, visto e considerato che i *CoCos* Bancari nascono già con una spiccata subordinazione sicché i creditori *senior* non subiscono la concorrenza dei creditori *Contingent Capital*.

³⁸⁹ Una volta ridotto il passivo la società emittente in ogni caso si presenterà meglio patrimonializzata con conseguenti vantaggi in termini di competitività sul mercato.

³⁹⁰ Si pensi per esempio a quanto si potrebbe verificare con gli strumenti di *bail-in* contrattuale *ex art.* 45, par. 13, BRRD.

³⁹¹ G.B. PORTALE, “*Prestiti subordinati*” e “*prestiti Irredimibili*” (*Appunti*), *cit.*, p. 6 ss.

³⁹² Per ampi rinvii bibliografici si veda G.B. PORTALE, *ult. op. cit.*, p. 6, nota 20, di cui si riportano alcune delle opere più significative: A. LUMINOSO, *I contratti tipici e atipici*, Milano, 1995, pp. 709 s. e 706 s.; G. GIAMPICCOLO, *Comodato e mutuo*, Milano, 1972, p. 78, secondo cui “...se è previsto un corrispettivo, diverrà già dubbia la presenza di un mutuo, perché verrà chiaramente a concretarsi lo schema di quel noto contratto aleatorio atipico, che è il c.d. prestito a tutto rischio...”; R. TETI, *Il mutuo*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Torino, 1985, p. 671, secondo cui “...condizionare la restituzione al verificarsi (o al non verificarsi) di un evento futuro ed incerto significa “snaturare” il mutuo che se oneroso si trasformerà in un contratto aleatorio (il c.d. “prestito a tutto rischio”)”; F. CARRESI, *Il comodato. Il mutuo*, Torino, 1957, p. 124, laddove afferma che “...incompatibile con l’essenza del mutuo sarebbe un accordo che non prevedesse affatto un’obbligazione di restituire a carico dell’accipiente, o anche subordinare il sorgere di questa ad una condizione...”.

ovvero, tra mutuo e una permuta sospensivamente condizionata (nei casi di *CoCos* con conversione in capitale di rischio)³⁹³.

In definitiva, si può affermare che il concreto atteggiarsi degli strumenti *CoCos*, nel combinato disposto delle sue due componenti, fa sì che la funzione di finanziamento, *ab origine* certamente presente, soccomba lasciando spazio ad un funzione “assicurativa” o di “liberalità” avverso la crisi dell’impresa, la cui effettiva portata permette di comprendere e, in parte, giustificare, l’eventualità che i titolari dei *CoCos* possano essere chiamati a sopportare le perdite prima ed in modo più spiccato rispetto ai soci. Tuttavia, ciò non fa venire meno, secondo un’indagine che miri a valutare l’intento giuridico dei soggetti coinvolti e in particolare quello della società emittente, l’esistenza di un rapporto creditizio (che eventualmente partecipa al rischio d’impresa) e non di diretta e certa compartecipazione alla gestione sociale e al relativo rischio³⁹⁴.

Invero, il sottoscrittore dei titoli *CoCos* mantiene per tutta la vita del rapporto una relazione di estraneità rispetto alla società in quanto con quest’ultima si instaura un trasferimento di ricchezza temporaneo (se del caso, nei *CoCos* Bancari, di durata pari a quello della società) a cui seguirà un memento restitutorio più o meno certo sia nell’*an* che nel *quantum*.

3. Il tipo di strumento finanziario in cui possono essere “confezionati” gli strumenti *CoCos*

Le conclusioni a cui si è pervenuti nel paragrafo precedente permettono quindi di affermare che negli strumenti *contingent capital* il diritto al rimborso del capitale nominale alla scadenza (ovvero, al termine della vita sociale nei casi di *CoCos* Bancari) è certamente presente *ab origine* ma è condizionato al previo non verificarsi del *trigger event*. Inoltre, si è ribadito che nei *CoCos* Bancari l’emissione deve essere caratterizzata da una spiccata subordinazione della pretesa creditoria, dalla perpetuità del rapporto e dalla possibilità che la corresponsione degli interessi possa essere unilateralmente e discrezionalmente annullata dall’ente sovvenzionato.

³⁹³ Nel caso di conversione dei *CoCos* in *equity* al verificarsi del *trigger event* ha luogo l’automatico scambio (*i.e.* permuta) tra titoli *CoCos* ed azioni, conformemente al rapporto di concambio convenuto.

³⁹⁴ R. CAVALLO BORGIA, *commento sub art. 2410*, in *Società per azioni – Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Bologna, 2005, p. 41 ss., laddove in punto di strumenti obbligazionari partecipativi si osserva che “*giustamente si è rilevato come l’aggettivazione ricorrente di “partecipativi” attribuita agli strumenti in esame deve essere intesa esclusivamente come partecipazione al relativo rischio, partecipazione quindi del tutto diversa da quella tradizionale “alla società” del socio in quanto tale*”.

Sebbene appaia come un dato scontato, si deve evidenziare che l'emissione di strumenti CoCos ha luogo mediante il ricorso a titoli di credito (cartolari o dematerializzati³⁹⁵) che vengono emessi in modo seriale ed incorporano il medesimo valore nominale ed uguali diritti.

Tutto ciò, impone di proiettare la presente indagine verso l'individuazione di quale sia il tipo di strumento finanziario – tra i vari che l'ordinamento individua nell'ambito della normativa societaria – che possa accogliere i titoli *contingent capital* e quale sia la disciplina ad essi applicabile.

Occorre cominciare con l'osservare che la riforma della disciplina societaria del 2003, con il dichiarato fine di rendere più moderno e competitivo il sistema normativo e nella logica della concorrenza tra ordinamenti è intervenuta in modo incisivo sulla struttura finanziaria delle società per azioni³⁹⁶. Si è invero modificata la granitica impostazione che vedeva quali esclusivi strumenti di finanziamento, tra loro agli antipodi quanto a diritti patrimoniali ed amministrativi, solamente il capitale di rischio e i titoli obbligazionari ed è stata introdotta una vasta categoria di strumenti di finanziamento variamente declinabili in base alle finalità perseguite che talora si avvicinano al capitale di credito o in altri casi al capitale di rischio³⁹⁷.

³⁹⁵ Per approfondimenti in ordine alla dematerializzazione dei titoli si veda G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale 2 – Diritto delle Società*, cit., p. 537 ss. Per le banche la dematerializzazione è obbligatoria laddove le obbligazioni siano destinate alla negoziazione ovvero abbiano caratteristiche di diffusione fra il pubblico; così, Circolare Banca d'Italia n. 229 del 1999, Titolo V, Capitolo 3, Sezione IV, par. 3, “*a decorrere dal 1° gennaio 1999, i titoli di debito negoziati o destinati alla negoziazione nei mercati regolamentati italiani ovvero che abbiano "caratteristiche di diffusione tra il pubblico" non possono essere rappresentati da titoli, ai sensi e per gli effetti della disciplina civilistica, e devono essere immessi nel sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione, scegliendo una delle società previste dagli artt. 80 e segg. del T.U.F.*”. Per approfondimenti, G. FAUCEGLIA, *Le obbligazioni emesse dalle banche*, cit., p. 128.

³⁹⁶ Cfr. L. n. 366 del 3 ottobre 2001, Delega al Governo per la riforma del diritto societario il cui art. 2 “*Principi generali in materia di società di capitali*” dispone che il Governo avrebbe dovuto “*a) perseguire l'obiettivo prioritario di favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati interni e internazionali dei capitali*”; inoltre, tra i principi di “*Società per azioni*” art. 4 che “*6. Riguardo alla disciplina delle azioni e delle obbligazioni, la riforma è diretta a: [...c) prevedere, al fine di agevolare il ricorso al mercato dei capitali e salve in ogni caso le riserve di attività previste dalle leggi vigenti, la possibilità, i limiti e le condizioni di emissione di strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi; d) modificare la disciplina relativa alla emissione di obbligazioni, attenuandone o rimuovendone i limiti e consentendo all'autonomia statutaria di determinare l'organo competente e le relative procedure deliberative*”. Per approfondimenti, si veda anche N. ABRIANI, *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2002, p. 131 ss.; A. PACIELLO, *La struttura finanziaria della società per azioni e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2002, p. 279.

³⁹⁷ Cfr. quanto efficacemente descritto da M. CIAN, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella “nuova” s.p.a.*, in AA. VV., *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretta da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, p. 738 ss., secondo cui “*per tale via, la struttura finanziaria di questo tipo sociale si trasforma radicalmente, passando sostanzialmente da una architettura bipolare (azione/obbligazione), sia pure multicolore, considerando le varianti già nel passato introducibili all'interno di entrambe queste tipologie di finanziamento (azioni privilegiate, a voto limitato, obbligazioni a premio, partecipanti, e via dicendo) ad una configurazione assai più complessa, rappresentabile in termini di continuum che, tra gli estremi ancora una volta incarnati dalla*

Invero, accanto alle azioni (in ogni caso, anch'esse oggetto di rilevante riforma³⁹⁸) e alla obbligazioni esistono oggi, con definizioni normativa del tipo e della disciplina ad essi applicabile (sebbene talvolta in forma spesso embrionale), una vasta gamma di c.d. “*strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*” i quali, in ragione dell'ampia autonomia negoziale riconosciuta ai privati, si inseriscono nella vasta area dei c.d. titoli “ibridi” che, a seconda dei casi, possono conoscere una maggiore o minore compartecipazione al rischio d'impresa (cfr. art. 2411, terzo comma, c.c.) e/o a cui è eventualmente associato il riconoscimento di speciali diritti amministrativi (cfr. art. 2346, sesto comma, c.c.).

In punto di strumenti obbligazionari, il quadro normativo di riferimento va poi ampliato ponendo attenzione anche alla legislazione speciale bancaria, laddove, l'art. 12 del D.Lgs. n. 385 dell'1 settembre 1993 (in seguito, TUB) individua una disciplina specifica per l'emissione delle obbligazioni da parte delle banche introducendo più di una eccezione al sistema codicistico di cui agli artt. 2410 ss. c.c. In particolare, l'art. 12, ultimo comma, TUB espressamente dispone che le banche possano emettere prestiti subordinati o irredimibili nelle forme di obbligazioni o di titoli di deposito, demandando alla Banca d'Italia³⁹⁹ la definizione, mediante regolamentazione secondaria, dei relativi requisiti di forma e contenuto.

Attese tali considerazioni, l'indagine in ordine all'individuazione dello strumento finanziario (e della relativa disciplina) idoneo ad accogliere i titoli *CoCos* deve senz'altro prendere le mosse dalla disciplina generale delle società di capitali, ancorché questi ultimi siano oggi conosciuti solamente nel più ristretto ambito dell'ordinamento bancario. La scelta di tale punto di partenza si spiega in ragione del fatto che, pur essendo incontestabile la “superiorità” e la “specialità” dell'ordinamento settoriale delle imprese bancarie in tema di strumenti ibridi di patrimonializzazione (e, in particolar modo, dei *CoCos*), la disciplina codicistica relativa al finanziamento delle imprese operanti nella forma delle società di capitali rappresenta sempre

partecipazione azionaria e dalla posizione obbligazionario (esse stesse arricchite di nuove, molteplici sfumature), vede collocate fattispecie tutt'affatto originali, caratterizzanti per una “partecipazione” all'impresa orientabile, secondo i moduli più disparati, verso l'investimento a titolo di capitale di credito o verso quello a titolo di capitale di rischio”. Per completezza, si può osservare che il cammino di avvicinamento tra titoli di debito e quelli di capitale affonda le proprie radici nella L. 7 giugno 1974 n. 216 (c.d. “mini riforma del diritto societario” che ha portato alla costituzione della CONSOB) laddove si sono introdotte nel nostro ordinamento le obbligazioni convertibili in azioni, che attribuiscono all'obbligazionista un diritto di credito attuale con facoltà di divenire futuro azionista, nonché le azioni di risparmio le quali sono prive dei diritti di voto ma dotate di privilegi patrimoniali al fine di compensare tale menomazione.

³⁹⁸ In ordine all'analisi di rilevanti profili di riforma degli strumenti azionari, cfr. P. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, p. 1 ss.

³⁹⁹ Cfr. Circolare Banca d'Italia n. 229 del 21 aprile 1999, Titolo V, Capitolo 3, laddove si disciplinano le diverse forme di raccolta bancaria mediante l'emissione di titoli.

l'impianto normativo a carattere generale, rispetto al quale la legislazione delle imprese bancarie si pone in una posizione di eccezione, ovvero, di specialità⁴⁰⁰.

3.1. Tratti essenziali della fattispecie obbligazionaria: il diritto incondizionato al pagamento degli interessi e al rimborso del capitale

Punto di partenza della presente indagine è quella di individuare una definizione della fattispecie obbligazionaria in senso stretto per poi provare ad accertare le differenze tipologiche tra quest'ultima e gli altri strumenti finanziari partecipativi, ammonendo sin da ora che la dottrina è tutt'altro che univoca nella definizione di tali confini.

Secondo una tradizionale definizione della manualistica societaria, le obbligazioni sono titoli di credito di massa facenti parte di un'unitaria operazione volta alla raccolta fra il pubblico di mezzi finanziari con vincolo di credito⁴⁰¹. Tuttavia, sebbene tale conclusione sia in larga parte accolta dalla dottrina, il nostro ordinamento difetta di una chiara esplicitazione della fattispecie delle "obbligazioni societarie", discendone che tale attività ermeneutica sia rimessa di fatto alla valutazione dell'interprete⁴⁰².

In tale prospettiva, l'art. 2411, primo comma, c.c. rappresenta un punto di partenza fondamentale in quanto nella versione post riforma fornisce una prima delimitazione dei diritti degli obbligazionisti e, in particolare, va ad assumere un'importanza sistematica non trascurabile anche ai fini della distinzione della fattispecie in parola con le azioni e, soprattutto, con gli altri "strumenti finanziari" di cui all'art. 2346, sesto comma, c.c.

La predetta norma prevede che agli obbligazionisti debba essere riconosciuto il diritto "alla restituzione del capitale" nonché al pagamento degli "interessi" ed inoltre l'art. 2414, primo comma, n. 6, c.c. nel declinare il contenuto minimo dei titoli obbligazionari dispone che in essi debba essere indicata "la data di rimborso del prestito".

Attenendosi ad una interpretazione aderente al dato testuale delle norme testé richiamate pare possibile affermare che si è certamente in presenza – a prescindere dalla denominazione in concreto adottata – di una fattispecie obbligazionaria allorché all'investitore venga riconosciuto

⁴⁰⁰ In tal senso, cfr. D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 215; S. BOATTO, *Brevi note in materia di subordinazione volontaria dei crediti e crisi dell'impresa*, in *La ristrutturazione dei debiti civili e commerciali*, a cura di S. Bonfatti e G. Falcone, Milano, 2011, p. 214 ss.

⁴⁰¹ Cfr. G. FAUCEGLIA, *Le obbligazioni emesse dalle banche*, cit., p. 1.

⁴⁰² Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Introduzione*, cit., p. 4 ss. secondo cui "come pare superfluo ricordare il codice civile non definisce le obbligazioni di società e tale orientamento immutato nella legge di riforma, la quale non dà alcuna indicazione tipologica in ordine, né alla fattispecie obbligazionaria, né alle altre introdotte nel sistema".

il diritto certo ed incondizionato alla corresponsione degli interessi e alla restituzione del capitale⁴⁰³.

Tale conclusione, sebbene corretta, potrebbe essere estremamente semplicistica e deve essere verificata anche in presenza di più o meno marcate “variazioni sul tema” che nella prassi si sono andate via via declinando; ovverosia, occorre considerare se la fattispecie obbligazionaria, come testé descritta, risulti confermata anche laddove il diritto alla remunerazione periodica, ovvero, quello relativo alla restituzione del capitale vengano in tutto o in parte “limitati”.

A tal riguardo, la riforma ha preso posizione in ordine alle c.d. “obbligazioni subordinate” riconoscendo *ex artt.* 2411, primo comma, c.c. e 2414, primo comma, n. 4 c.c. la possibilità di ricondurre queste ultime nell’alveo dei titoli obbligazionari ancorché subordinino il diritto agli interessi e al rimborso del capitale al previo soddisfacimento di altri creditori della società. Tale scelta normativa, volta a fugare ogni dubbio e dibattito in ordine alla natura e disciplina delle obbligazioni subordinate, è giustificata dal fatto che la clausola di subordinazione, nonostante incida sulle effettive possibilità di rimborso dal punto di vista economico, tuttavia, sul piano giuridico non elide il diritto al pagamento degli interessi e alla restituzione del capitale. Invero, il soddisfacimento degli obbligazionisti subordinati è da ritenersi certo ma postergato rispetto alle ragioni dei c.d. creditori *senior* il cui vantaggio – in termini economici – sarà quello di non subire il concorso dei creditori *junior*⁴⁰⁴.

Da ultimo, l’art. 2411, secondo comma, c.c. fa espresso riconoscimento della possibilità di includere nel tipo obbligazionario anche quei titoli che fanno dipendere l’entità e i tempi del pagamento degli interessi in funzione di parametri oggettivi di tipo esterno (ad esempio, andamento dell’inflazione, benchmark borsistico, ecc...) o di tipo interno se correlati all’andamento economico della società⁴⁰⁵. In particolare, secondo la tassonomia offerta dalla

⁴⁰³ Per ampia ricostruzione in ordine alla fattispecie obbligazionaria, si vedano: R. CAVALLO BORGIA, *Introduzione*, cit., p. 4 ss.; V. DONATIVI, *Le obbligazioni di s.p.a.*, cit., 2011, p. 200 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Convenienza economica e natura del prestito obbligazionario*, in *Le Società*, 1991, p. 296 ss.

⁴⁰⁴ Tra i tanti contributi della dottrina in merito alla natura delle obbligazioni subordinate si segnala, dopo la riforma: D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 228 ss.; V. DONATIVI, *Le obbligazioni di s.p.a.*, cit., 2011, p. 202; A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., p. 44; R. CAVALLO BORGIA, *Commento sub art. 2411*, cit., p. 78 ss.; A. TULLIO, *La postergazione*, Padova, 2009, p. 99; prima della riforma, S. VANONI, *I crediti subordinati*, Torino, 2000, p. 1 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, a cura di G.B. Portale, Milano 1983, p. 350; G.E. COLOMBO, *Associazione in partecipazione, prestiti subordinati ed iscrizione in bilancio*, *ivi*, p. 345 ss.

⁴⁰⁵ Per approfondimenti sulle obbligazioni partecipanti cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Commento sub art. 2411*, cit., p. 81 ss.; A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., p. 64; V. DONATIVI, *Le obbligazioni di s.p.a.*, cit., 2011, p. 202.

dottrina, si è in presenza di obbligazioni partecipanti o correlate allorché l'indice è di tipo "interno"⁴⁰⁶, mentre nel caso di indici "esterni" saranno definibili come obbligazioni *linked*⁴⁰⁷.

Le considerazioni testé svolte – sebbene estremamente sintetiche rispetto all'ampiezza del tema in discorso – dovrebbero aiutare a definire la fattispecie obbligazionaria, secondo le parole di autorevole dottrina, come l'emissione di "*strumenti finanziari che quale che sia la denominazione adottata dalla società emittente, e a prescindere dalla strutturazione del diritto al pagamento degli interessi o in generale del diritto alla remunerazione (che possono essere resi aleatori) e indipendentemente dalla presenza di diritti ulteriori di ordine patrimoniale o amministrativo attribuiscono comunque il diritto (...) alla restituzione del capitale alla scadenza, per lo meno nella misura pari all'importo nominale riportato sul titolo*"⁴⁰⁸.

Ne discende che la tipizzazione del tipo obbligazionario, secondo la definizione che qui si è data, porta, quale diretta e logica conseguenza, ad escludere i titoli *CoCos* dal novero delle obbligazioni societarie *ex art. 2411 c.c.*, per almeno due ordini di motivi. In primo luogo, la fattispecie *CoCos* proprio per la sua peculiare struttura negoziale non riconosce il diritto incondizionato alla restituzione di quanto apportato alla scadenza convenuta tenuto conto che, come si è più volte ribadito, il rimborso avrà luogo subordinatamente al non verificarsi del *trigger event*. Tale conclusione non risulta peraltro inficiata dal fatto che nella prassi dei mercati si associ la qualifica "*bond*" (*i.e.* obbligazione) agli strumenti *Contingent Capital*⁴⁰⁹ atteso che, come noto, un dato *nomen iuris* non è di per sé solo idoneo a qualificare la relativa natura e fattispecie e non impedisce la riqualificazione del rapporto negoziale secondo un altro tipo allorché le parti abbiano di fatto concluso un diverso negozio rispetto a quello formalmente indicato.

In secondo luogo, per quanto riguarda i *CoCos* Bancari, ulteriore previsione che li spinge fuori dalla fattispecie obbligazionaria in esame è il fatto che gli stessi difettano di una scadenza (*i.e.* data di rimborso) espressamente definita posto che la perpetuità è un elemento essenziale e tassativo per la loro computabilità nel patrimonio di vigilanza.

⁴⁰⁶ Per ampie considerazioni in ordine ai criteri di indicizzazione, cfr. A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, *cit.*, p. 69.

⁴⁰⁷ Per approfondimenti, cfr. E. LA SALA – F. BRUNO, *Dall'obbligazione plain vanilla all'obbligazione strutturata*, in *Le Società*, 2009, p. 689 ss.

⁴⁰⁸ Per approfondimenti sulle obbligazioni indicizzate cfr. V. DONATIVI, *Le obbligazioni di s.p.a.*, *cit.*, 2011, p. 234 ss.

⁴⁰⁹ Non si può non osservare che la stessa icastica denominazione talvolta utilizzata, *Contingent Capital Bonds*, fa trasparire in tutta la sua essenza fattuale che il rapporto obbligazionario ed il correlato diritto di credito ("*bond*") si presentano condizionati (ovverosia, "*contingent*") al non verificarsi di un dato evento il quale, come si è visto, assume le forme della crisi economico-patrimoniale della società emittente.

3.2. La fattispecie degli strumenti para-obbligazionari: la parametrizzazione del rimborso del capitale all'andamento economico dell'emittente

Se quanto esposto nel paragrafo precedente ci ha portato escludere la possibilità di includere gli strumenti *Contingent Capital* nella fattispecie delle obbligazioni, si impone ora di prendere in esame la fattispecie dei c.d. “strumenti finanziari para-obbligazionari”, la cui perimetrazione – sebbene non agevole per le incertezze offerte dal dato normativo – pare essere in ogni caso assai rilevante ai fini del presente scritto.

L'art. 2411, terzo comma, c.c., dispone che le norme della “*presente sezione*” (i.e. quella delle obbligazioni) debbano trovare applicazione anche per gli strumenti finanziari “*comunque denominati*” che “*condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società*”.

Si può innanzitutto rilevare che detta disposizione si rivolge indistintamente a tutti quegli strumenti finanziari “*comunque denominati*” che – differentemente da quanto previsto per gli interessi *ex art. 2411*, secondo comma, c.c. – assumano a parametro per la restituzione del capitale soltanto indici “interni”, di riflesso escludendo la sua portata applicativa verso tutti quegli strumenti che fanno dipendere o correlano il rimborso capitale a parametri che, sebbene di natura oggettivi, non attengono all'andamento economico della società emittente (c.d. obbligazioni strutturate)⁴¹⁰.

⁴¹⁰ Secondo la definizione offerta dalla Borsa Italiana (www.borsaitaliana.it) l'obbligazione strutturata è un “*titolo obbligazionario che incorpora all'interno di uno strumento di debito di tipo tradizionale un contratto derivato, solitamente di tipo opzionale*”. In particolare, “*le obbligazioni strutturate sono strumenti finanziari a rendimento variabile che nascono dalla combinazione di un'obbligazione ordinaria con uno o più contratti derivati. La componente obbligazionaria garantisce il rimborso del capitale a scadenza (per l'intero valore nominale) più eventuali cedole periodiche, mentre la componente derivata determina la variabilità del rendimento. La componente derivata può consistere in una opzione, in tal caso il possessore percepirà una cedola premio di importo variabile contestualmente al rimborso del capitale, oppure in uno swap, in tal caso il possessore percepirà cedole periodiche di importo variabile. Le obbligazioni strutturate possono essere classificate in funzione: • del tipo di attività sottostante la componente derivata: equity linked, index linked, basket linked, floater, reverse floater; • della struttura di indicizzazione (o del tipo di strumento derivato incorporato nel titolo): plain vanilla, average, cliquet, reverse cliquet, rainbow, digital, ecc.*”. Per approfondimenti, cfr. E. LA SALA – F. BRUNO, *Dall'obbligazione plain vanilla all'obbligazione strutturata*, cit., p. 692, 695, 702 ss., i quali illustrano in termini analitici l'ampia gamma di obbligazioni strutturate reperibili nei mercati finanziari. Con particolare riferimento alla natura giuridica delle obbligazioni *reverse convertible* (titoli composti da un'obbligazione a tasso di interesse fisso, e da un'opzione di tipo put su un titolo o su un paniere di titoli sottostanti; se alla scadenza il valore del sottostante è superiore ad un prezzo-soglia (c.d. *strike*), il sottoscrittore ha diritto al rimborso del valore nominale. In caso contrario, ha diritto alla consegna di una quantità prefissata di titoli sottostanti, ovvero del loro controvalore in denaro) i predetti Autori affermano che “*solo un'interpretazione della disciplina dell'art. 2411 che va oltre le specie dei tre commi della norma in questione (obbligazioni subordinate, obbligazioni indicizzate nel rendimento e strumenti finanziari del terzo comma dell'art. 2411 c.c.) individuando in tale norma un'elencazione non esaustiva ma aperta, consentirebbe la soggezione delle obbligazioni reverse convertible alla disciplina delle obbligazioni*”. In senso difforme, si è espressa la Consob nella Comunicazione n. DEM/81249, del 31

La funzione della norma in discorso, operando esclusivamente sul piano della disciplina e non della fattispecie⁴¹¹, pare andare ben oltre rispetto alla mera legittimazione all'emissione di titoli che prevedono clausole di indicizzazione in linea capitale, in quanto di fatto va ad applicare in via estensiva l'intera disciplina delle obbligazioni – con riflessi di non poco momento – a qualsiasi strumento finanziario che condizioni i tempi e l'entità del rimborso a parametri c.d. “interni” (*i.e.* di bilancio, corsi azionari, ecc...) e che quindi rispecchino l'andamento economico della società.

In siffatta prospettiva, pare opportuno soffermarsi a considerare quali siano i parametri “interni” che è possibile assumere a riferimento ai fini dell'indicizzazione del capitale. Invero, il dato normativo si delinea assai “sintetico”, affermando che il rimborso del capitale può essere funzione dell’*“andamento economico della società”* senza fornire né direttamente o indirettamente un elenco analitico di tali parametri; ciò con la probabile e meritoria finalità di non ridurre il margine di autonomia negoziale e di flessibilità che tipicamente le società necessitano allorché facciano ricorso ai mercati finanziari.

In chiave sistematica, una corretta interpretazione dell'art. 2411, terzo comma, c.c. può muovere dal confronto con quanto previsto nel secondo comma di detta norma, laddove, come si è visto, si accorda la possibilità di indicizzare gli interessi a *“parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società”*. Il dato testuale sebbene assai simile non è tuttavia identico.

ottobre 2000, disponibile al sito www.consob.it, laddove ha precisato che il titolo *reverse convertible* “non può essere definito come obbligazione, in quanto non garantisce a scadenza la restituzione del capitale investito, ma può essere identificato come un titolo atipico di tipo “reverse convertible”, con liquidazione monetaria. Infatti si è in presenza di una vendita, da parte dell'emittente, di una posizione corta in un'opzione put, il cui sottostante è rappresentato non da un specifico titolo, ma dal controvalore di un paniere di titoli”. Riconduce gli strumenti *reverse convertible* nell'ambito degli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, sesto comma, c.c., G. MIGNONE, *Nuovi istituti per il finanziamento societario e associazione in partecipazione*, in *Rivista delle società*, 2006, p. 1032. Sempre in merito al funzionamento e al mercato delle obbligazioni *reverse convertible* si veda D. CANESTRI – L. AMADEI, *Reverse convertible: costruzione e analisi degli effetti sul mercato dei titoli sottostanti*, in *Quaderni di finanza Consob*, n. 48, maggio 2001.

⁴¹¹ In tal senso, V. DONATIVI, *Le obbligazioni di s.p.a.*, cit., 2011, p. 213. Cfr. anche G. FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in AA. VV., *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di Montagnani, Milano, 2004, p. 75 ss., 77 e 83, laddove si distingue tra un “concetto tipologico di obbligazione” in cui sono ascrivibili “tutti gli strumenti finanziari che, forniti o meno di diritti amministrativi, non implicano alcuna partecipazione al rischio della mancata restituzione del capitale, ma solo, eventualmente, a quello della mancata corresponsione degli interessi” a cui si andrebbe opponendo “un concetto normativo di obbligazione” che andrebbe a ricomprendere tutti gli strumenti che sono sottoposti alla disciplina delle obbligazioni “comprensivo tanto delle obbligazioni in senso tipologico (con tale espressione intendendo gli strumenti che garantiscono il rimborso del capitale, anche se forniti di diritti amministrativi), quanto gli strumenti finanziari che (dotati o meno di diritti amministrativi) tale rimborso non garantiscono, e che dunque “partecipano al rischio” della mancata restituzione del capitale”.

Invero, al fine di meglio definire il perimetro di analisi, va preliminarmente notato che l'uso della congiunzione “*anche*” nel secondo comma, assente però nel terzo comma (in cui ci si limita far esclusivo riferimento ad una relazione con “*l'andamento economico della società*”), sta ad intendere che l'indicizzazione degli interessi (secondo comma) ma non quella del capitale (terzo comma) può essere parametrata ad indici esterni alla società emittente⁴¹².

Ciò posto, si rileva inoltre che a differenza del comma secondo, il terzo comma dell'art. 2411 c.c. fa esclusivo uso dell'espressione “*andamento economico della società*” e non quella di “*parametri oggettivi (...) relativi all'andamento economico della società*”. Nonostante tale diversa formulazione secondo parte della dottrina non vada di fatto ad incidere sulla portata sostanziale delle due espressioni le quali presupporrebbero sempre un criterio strettamente oggettivo⁴¹³, tuttavia, siffatta omissione pare invece accordare una maggior elasticità tipologica in ordine ai requisiti del parametro che è possibile assumere a riferimento ai sensi dell'art. 2411, terzo comma, c.c., riconoscendosi in tal caso validità anche ad ipotesi di parametrizzazione del rimborso del capitale in base alle valutazioni circa l'andamento economico della società formulate da soggetti terzi ed indipendenti (ad esempio, autorità giudiziaria o autorità di vigilanza).

Il riferimento normativo all’“*andamento economico della società*” è di sicuro volto a stabilire che il parametro da assumere a riferimento dell'indicizzazione del rimborso del capitale debba inerire a criteri che riflettono l'effettiva situazione patrimoniale, reddituale e finanziaria dell'emittente. Con la precisazione, che tali criteri non possono essere il frutto di scelte discrezionali di soggetti aventi un interesse specifico (ovvero, in conflitto) in ordine al *quantum* da rimborsare (ad esempio, il *management*, i soci, le società controllate o controllanti l'emittente, ecc...).

In altre parole, negli strumenti para-obbligazionari il parametro di indicizzazione dovrà quindi caratterizzarsi per una stretta correlazione con l'andamento economico della società e sarà da escludersi qualunque criterio che faccia dipendere il rimborso del capitale da circostanze che sono diretta conseguenza di scelte discrezionali (ad esempio, si ipotizzi il caso in cui il rimborso del capitale investito dipendesse dalle determinazioni dell'assemblea in ordine alla distribuzione degli utili sociali).

Segnatamente, sono discrezionali quei parametri che legano la restituzione del capitale “direttamente” a determinazioni di soggetti interessati (ad esempio, soci, *management*, società controllate o controllanti), mentre potranno ritenersi validi quegli indici che sono riflesso

⁴¹² Cfr. A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., p. 92; V. DONATIVI, *Le obbligazioni di s.p.a.*, cit., 2011, p. 216.

⁴¹³ A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., p. 92.

“indiretto” di scelte gestionali o strategiche che vanno ad incidere sull’andamento economico della società (ad esempio, utile netto realizzato, *EBITDA*, rapporto *debt/equity*, ecc...) ⁴¹⁴.

Nella prospettiva in cui si discetta, è opportuno interrogarsi se il “*discretionary trigger*” associato agli strumenti di “*bail-in* contrattuale” ⁴¹⁵ – vale a dire, la clausola che prevede la svalutazione o la conversione dello strumento se l’autorità di risoluzione decide di applicare lo strumento del *bail-in* all’ente di credito – possa rientrare nel novero dei parametri c.d. “interni” ex art. 2411, terzo comma, c.c.

Punto di partenza per addivenire ad una risposta in ordine a tale quesito, è la valutazione e l’accertamento di quali siano i presupposti per l’attivazione dello strumento di *bail-in* contrattuale; ovvero, occorre verificare se la scelta di attivazione dello strumento di *bail-in* da parte dell’autorità di risoluzione operi su presupposti di natura discrezionale o esterni alla società, ovvero, se la stessa sia correlata a situazioni inerenti “*l’andamento economico della società*”.

L’applicazione dello strumento del *bail-in*, al pari di tutti gli altri strumenti di risoluzione ⁴¹⁶, può essere operata allorché l’ente di credito soddisfi le condizioni per la risoluzione di cui all’art. 32 BRRD. In particolare, è necessario che risulti accertato che l’ente sia in dissesto o a rischio di dissesto ⁴¹⁷, che non si possa ragionevolmente prospettare l’utilizzo di misure alternative ⁴¹⁸ per evitare il dissesto dell’ente in tempi ragionevoli e che l’azione di risoluzione risulti necessaria nell’interesse pubblico ⁴¹⁹.

⁴¹⁴ In tal senso, si veda A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., p. 70.

⁴¹⁵ In merito agli strumenti di *bail-in* contrattuale si veda *supra* Cap. 2, par. 11.2.

⁴¹⁶ Cfr. art. 37 BRRD.

⁴¹⁷ In particolare, a sensi dell’art. 32, paragrafo 1, lettera a), è da considerarsi in dissesto o a rischio di dissesto l’ente che soddisfi in una o più delle situazioni seguenti: “a) *l’ente viola, o vi sono elementi oggettivi a sostegno della convinzione che nel prossimo futuro violerà i requisiti per il mantenimento dell’autorizzazione in modo tale da giustificare la revoca dell’autorizzazione da parte dell’autorità competente, perché, ma non solo, ha subito o rischia di subire perdite tali da privarlo dell’intero patrimonio o di un importo significativo dell’intero patrimonio; b) le attività dell’ente sono, o vi sono elementi oggettivi a sostegno della convinzione che nel prossimo futuro saranno, inferiori alle passività; c) l’ente non è, o vi sono elementi oggettivi a sostegno della convinzione che nel prossimo futuro non sarà, in grado di pagare i propri debiti o altre passività in scadenza; d) l’ente necessita di un sostegno finanziario pubblico straordinario, ad esclusione dei casi in cui, al fine di evitare o rimediare a una grave perturbazione dell’economia di uno Stato membro e preservare la stabilità finanziaria, il sostegno finanziario pubblico straordinario si concretizza in una delle forme seguenti: i) una garanzia dello Stato a sostegno degli strumenti di liquidità forniti da banche centrali alle condizioni da esse applicate; ii) una garanzia dello Stato sulle passività di nuova emissione; oppure iii) un’iniezione di fondi propri o l’acquisto di strumenti di capitale a prezzi e condizioni che non conferiscono un vantaggio all’ente, qualora nel momento in cui viene concesso il sostegno pubblico non si verificano né le circostanze di cui al presente paragrafo, lettera a), b) o c), né le circostanze di cui all’articolo 59, paragrafo 3”.*

⁴¹⁸ Tra le misure alternative che possono venire in rilievo si fa riferimento agli interventi del settore privato o di azione di vigilanza, tra cui misure di intervento precoce o di svalutazione o di conversione contrattuale degli strumenti di capitale pertinenti ai sensi dell’articolo 59, paragrafo 2.

⁴¹⁹ Cfr. art. 32, par. 5, BRRD secondo cui “l’azione di risoluzione è considerata nell’interesse pubblico se è necessaria al conseguimento di uno o più obiettivi della risoluzione di cui all’articolo 31 ed è ad essi

In particolar modo, l'applicazione dello strumento del *bail-in* da parte dell'autorità di risoluzione dovrà avere luogo nel rispetto di un obiettivo teleologicamente pre-individuato dall'art. 43 BRRD; vale a dire, può attivarsi se risponde ad uno dei seguenti fini: a) ricapitalizzazione diretta dell'ente affinché quest'ultimo ritorni a soddisfare (o possa continuare a soddisfare) le condizioni di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria; b) conversione o svalutazione del valore nominale dei crediti o dei titoli di debito al fine di fornire adeguate risorse di capitale ad un ente ponte, ovvero, per agevolare la cessione dell'azienda o l'applicazione dello strumento della separazione patrimoniale.

Tenuto conto di quanto testé esposto pare potersi affermare che le determinazioni della autorità di risoluzione, sebbene frutto di valutazioni di tipo discrezionale⁴²⁰, tuttavia, devono avere quale imprescindibile presupposto l'accertamento circa l'andamento negativo dell'impresa bancaria; ciò escludendo che l'attivazione dell'azione di risoluzione e, conseguentemente, se del caso, l'uso dello strumento del *bail-in*, possa muovere da valutazione di ordine puramente discrezionale ovvero correlate a circostanze estranee⁴²¹ alla vita sociale⁴²².

Inoltre, anche le determinazioni circa l'effettivo utilizzo dello strumento del *bail-in* nell'ambito della risoluzione (art. 43 BRRD) pare strettamente correlato ad una ricognizione in punto di patrimonializzazione dell'ente di credito in rapporto alle prospettive del suo risanamento; discendendone che anche in tal caso le determinazioni in ordine all'attivazione dello strumento in parola non saranno estranee ad una valutazione circa l'andamento – o, meglio, lo stato – patrimoniale, reddituale dell'ente di credito.

In definitiva, il parametro (*latu sensu*) di indicizzazione a cui sono vincolati gli strumenti di “*bail-in* contrattuali” risulta conforme al criterio di correlazione del rimborso del capitale all'andamento economico della società di cui all'art. 2411, terzo comma, c.c. Invero, la determinazione dell'autorità di risoluzione ai fini dell'attivazione dell'azione di risoluzione e di utilizzo dello strumento del *bail-in* non è discrezionale bensì valutativa; ovvero, deve accertare

proporzionata e se la liquidazione dell'ente con procedura ordinaria di insolvenza non consentirebbe di realizzare tali obiettivi nella stessa misura”.

⁴²⁰ Sul punto di può osservare che la valutazione posta in essere dall'autorità di risoluzione finisce per non essere dissimile da quella riscontrabile nell'operato degli amministratori allorché procedano alla redazione dei documenti contabili. Pertanto, se si ammette che l'ammontare degli utili d'esercizio possa configurarsi come criterio idoneo a rappresentare l'andamento economico della società, non si vede perché le determinazioni dell'autorità di risoluzione in ordine alla sussistenza dei presupposti per la risoluzioni non possa avere pari dignità.

⁴²¹ Potrebbe reputarsi circostanza estranea all'andamento economico della società, l'eventuale crisi del mercato finanziario ovvero dall'andamento negativo degli indici di borsa.

⁴²² Per completezza si osserva che non pare essere riconducibile alla qualifica di indice esterno l'accertamento circa la rispondenza dell'azione di risoluzione ad un interesse pubblico (art. 32 BRRD), atteso che, anche in tal caso, la valutazione dell'autorità di risoluzione dovrà muovere dall'accertamento (antefatto logico) di uno stato di crisi dell'ente e dovrà accertare che lo stesso non deflagri verso l'esterno, minacciando così la stabilità dell'intero mercato.

la sussistenza di determinate circostanze pre-individuate dalla stessa BRRD le quali riflettono l'incapacità dell'ente di credito a rispettare il postulato della continuità nell'esercizio della propria attività d'impresa.

3.2.1. (segue) la definizione dell'indicizzazione dei tempi e dell'entità del rimborso negli strumenti para-obbligazionari

Una volta individuati i criteri che possono venire in rilievo ai fini della parametrizzazione del rimborso del capitale, occorre soffermarsi (brevemente) a considerare quali possono essere le entità oggetto di indicizzazione. In tal senso, l'art. 2411, terzo comma, c.c. – parimenti a quanto previsto al relativo secondo comma in punto di indicizzazione degli interessi – dispone che oggetto di parametrizzazione possano essere i “tempi” e “l'entità” del rimborso del capitale.

Per sgombrare il campo da incertezze interpretative (e, quindi da dubbi operativi) si noti che nonostante il comma in esame preveda che la disciplina ivi prevista (ovvero, di rimando, quella dei titoli obbligazionari) sia applicabile a tutti gli strumenti che condizionano “*i tempi e l'entità*” del rimborso del capitale all'andamento economico della società, tuttavia, pare che rientrino nel perimetro dalla stessa delineato, secondo il canone ermeneutico dell'*argumentum a fortiori*⁴²³, anche quegli strumenti obbligazionari che limitano l'oggetto dell'indicizzazione del rimborso esclusivamente ai tempi o all'entità⁴²⁴. Diversamente opinando, si addiverrebbe ad un conclusione priva di logica in quanto sarebbero assoggettati a tale disciplina le obbligazioni che presentano un più spiccato grado di compartecipazione al rischio di impresa (ovverosia, facendo dipendere sia i tempi che l'entità del rimborso all'andamento economico della società) e non quelle che, sebbene parametrize nel rimborso del capitale, beneficiano di un minor grado di rischiosità (in quanto, solo i tempi o solo l'entità risultano oggetto di parametrizzazione).

Ciò posto, con riguardo ai tempi del rimborso, pare che la norma in commento permetta la rimodulazione del piano di ammortamento in base ai risultati di esercizio dell'emittente, magari consentendo un rimborso velocizzato in caso di risultati positivi ovvero un dilazionamento del rimborso nel caso di andamenti negativi, così accordando una riduzione dello stato di tensione finanziaria oppure permettendo un miglioramento dei parametri di patrimonializzazione⁴²⁵.

⁴²³ Cfr. A. TORRENTE – P. SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato, cit.*, p. 55, secondo cui l'*argumentum a fortiori* mira ad “*estendere la norma in modo da includervi fenomeni che a maggior ragione meritano il trattamento riservato a quello risultante dal contenuto letterale della disposizione*”.

⁴²⁴ In senso contrario si veda però E. CUSA, *Gli strumenti ibridi della banche*, working paper, 2010, disponibile al sito www.orizzontideldirittocommerciale.it, p. 13.

⁴²⁵ A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride, cit.*, p. 93.

Per quanto riguarda l'indicizzazione dell'entità del capitale da rimborsare, circostanza che maggiormente rileva ai fini del presente scritto, sembra ammissibile che tale parametrizzazione possa operarsi sia “verso l'alto” – portando l'emittente a dover rimborsare un importo capitale maggiore di quello ricevuto – sia “verso il basso” in tal modo dando luogo alla restituzione di un importo minore rispetto al valore nominale delle obbligazioni. In particolare, a tale ultimo proposito, la norma in esame non pone alcun limite alla svalutazione per effetto dell'indicizzazione e, conseguentemente, consente quindi alle parti di prevedere che nulla sia più dovuto in caso di risultanti finanziari, reddituali o patrimoniali particolarmente negativi da parte dell'emittente⁴²⁶ (ipotesi in cui possono annoverarsi gli strumenti *contingent capital*).

3.2.2. La neutralità degli strumenti para-obbligazionari al substratum economico

Merita infine di essere evidenziato che gli strumenti para-obbligazionari hanno una causalità apparente o in senso debole⁴²⁷ di fatto presentandosi (al pari di quanto si è visto in merito alle obbligazioni) come “*una forma neutra rispetto al substratum economico contenutistico*”⁴²⁸.

Invero, secondo quanto condivisibilmente affermato in dottrina⁴²⁹, il legislatore della riforma non ha più accolto la c.d. “concezione tipizzatane”⁴³⁰ originariamente presente nel codice del 1942 – secondo la quale gli strumenti “ibridi” sono ammissibili in quanto, in difetto di tipizzazione legale, risultino riconducibili, ad un rapporto contrattuale tipico – bensì ha aderito ad una diversa impostazione – proprio con l'introduzione degli strumenti para-obbligazionari – che, privilegiando l'ampia attribuzione di autonomia contrattuale, ritiene di “*soltanto determinare quale sia la disciplina di volta in volta applicabile, a prescindere da tipizzazioni normative della fattispecie per cui la disciplina stessa è pensata*”⁴³¹.

Naturale portato di tale conclusione è l'assoluta neutralità degli strumenti finanziari para-obbligazionari rispetto alla funzione causalistica sottesa alla loro emissione (*i.e. latu sensu* assicurativa, di mutuo collegato a donazione o permuta sospensivamente condizionati, ecc...) sicché l'eventuale compatibilità di un dato assetto giuridico (ad esempio, gli strumenti *CoCos*)

⁴²⁶ *Idem*, p. 94.

⁴²⁷ Per causalità apparente o in senso debole si intende che l'emissione di singoli titoli possa trovare giustificazione in rapporti causali di diversa natura né comporta che il portatore resti esposto alle eccezioni che derivano dal rapporto extracartolare che legava l'emittente al primo prenditore.

⁴²⁸ D. GALLETI, “*Elasticità*” della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie, *cit.*, p. 287. Tuttavia, va rilevato che l'Autore utilizza tale espressione con riferimento agli strumenti obbligazionari in senso stretto e non agli strumenti finanziari partecipativi.

⁴²⁹ A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, *cit.*, p. 112.

⁴³⁰ M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2000, p. 87.

⁴³¹ A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, *cit.*, p. 112.

con il tipo di strumenti finanziari in discorso andrà verificata confrontando – sulla base di un accertamento meramente oggettivo – l’ascrivibilità di quanto convenuto tra le parti negli ampi ed elastici connotati tipologici degli strumenti finanziari para-obbligazionari.

3.3. La riconducibilità degli strumenti *Contingent Capital* Ordinari nell’alveo degli strumenti para-obbligazionari

L’analisi svolta nei precedenti paragrafi impone ora di considerare se gli strumenti *Contingent Capital* Ordinari (rimettendo al prossimo paragrafo la trattazione di quelli c.d. Bancari) possano essere “confezionati” nella forma degli strumenti finanziari *ex art.* 2411, terzo comma, c.c., con conseguente applicazione della relativa disciplina (ovvero, quella delle obbligazioni)⁴³².

La conclusione a cui si può addivenire, non può essere che quella di ricomprendere gli strumenti *CoCos* nell’alveo degli strumenti para-obbligazionari in ragione della loro rispondenza a quegli elementi minimi di fattispecie che questi ultimi impongono: ovvero, il diritto al rimborso del capitale; l’indicizzazione dell’entità del rimborso all’andamento economico della società.

Quanto al primo profilo, si riscontra piena rispondenza tra l’obbligo di rimborso e la struttura degli strumenti *CoCos* (soprattutto, se Ordinari) i quali incorporano l’obbligo di restituzione di quanto apportato⁴³³ subordinatamente al non verificarsi del *trigger event*.

Quanto al secondo profilo, i diversi tipi di *trigger event* che si sono illustrati nei precedenti capitoli⁴³⁴ (*i.e. balance sheet trigger, market value trigger* relativo ai corsi azionari della stessa emittente⁴³⁵ ed anche, nei limiti di cui si è detto, il *discretionary trigger*⁴³⁶) sono tutti

⁴³² Di opinione contraria, sebbene nel vigore dei precedenti strumenti di patrimonializzazione, cfr. E. CUSA, *Gli strumenti ibridi delle banche*, cit., p. 13.

⁴³³ A tal proposito, va precisato che nulla esclude, al pari di quanto si verifica nei *CoCos* Bancari, che la pretesa creditoria possa essere subordinata rispetto ad uno o più creditori. Ovviamente, tale subordinazione (relativa o assoluta) rileverà allorché si debba procedere al rimborso del titolo senza che abbia avuto luogo l’evento attivatore dovendosi solamente in tal sede valutare se i creditori di grado poizore siano stati o meno già soddisfatti.

⁴³⁴ Cfr. *supra* Cap. 1, par. 7.

⁴³⁵ La parametrizzazione ai corsi azionari dell’emittente, sebbene possa profilarsi, come una forma di indicizzazione interna un po’ *border line* in ragione di una non sempre stretta correlazione tra i valori di borsa e l’andamento economico della società, tuttavia, l’errore di valutazione o la manipolazione ad opera del mercato in ordine al valore economico di una società (c.d. patrimonializzazione o valore di mercato) nel breve termine può essere considerata non dissimile dall’errore o dalla manipolazione (potenzialmente sempre presente) posta in essere dall’amministratore nelle valutazioni ai fini della predisposizione e redazione dei prospetti di bilancio della società. Come si è a suo tempo evidenziato, la rispondenza all’effettivo status della società potrebbe essere vagliato individuando il valore di mercato dei titoli secondo una media ponderata dei volumi di negoziazione e dei valori di mercato in un determinato lasso temporale di qualche giorno. Ad ogni modo, si ritiene non possa essere qualificato come parametro interno il *trigger event* vincolato all’andamento dei *CDS* emessi a copertura del rischio d’insolvenza

pienamente ascrivibili all'alveo degli indici parametrici interni volti a riflettere l'andamento economico dell'emittente.

Gli effetti, in punto di disciplina, di tale conclusione, ai sensi di quanto previsto dallo stesso art. 2411, terzo comma, c.c., è l'applicazione estensiva delle disposizioni in materia di obbligazioni (di cui agli art. 2410 ss. c.c.) anche ai titoli *Contingent Capital*, discendendone che sebbene questi ultimi – per i motivi di cui si è detto – non siano sussumibili nella fattispecie obbligazionaria (in senso stretto) tuttavia sono assoggettati alla medesima disciplina.

3.4. La riconducibilità degli strumenti *Contingent Capital* Bancari (i.e. strumenti ATI) nell'alveo degli strumenti para-obbligazionari

In ideale continuità con quanto finora esposto, occorre considerare, se gli strumenti *CoCos* Bancari, attesa (i) la parametrizzazione del rimborso all'andamento economico della società, (ii) la essenziale perpetuità, (iii) la spiccata subordinazione, (iv) la facoltà di annullamento della remunerazione periodica, possano rientrare nell'ampio "contenitore" degli strumenti para-obbligazionari, ovvero, se le loro caratteristiche superano "il punto di rottura" di detta fattispecie⁴³⁷ andando a porsi al di fuori della *disciplina* obbligazionaria.

Come già si è avuto modo di notare, le obbligazioni bancarie conoscono una specifica previsione normativa all'art. 12 del TUB – che si colloca nel capo volto a regolare l'attività di raccolta del risparmio⁴³⁸ – il cui ultimo comma dispone che "*la Banca d'Italia disciplina le emissioni da parte delle banche di prestiti subordinati, irredimibili ovvero rimborsabili previa autorizzazione della medesima Banca d'Italia. Tali emissioni possono avvenire anche sotto forma di obbligazioni o di titoli di deposito*".

dell'emittente, in quanto gli stessi non misurano l'effettivo andamento economico della società ma esclusivamente il rischio di insolvenza in relazione ad dato sottostante.

⁴³⁶ In particolare si è visto che i c.d. strumenti di *bail-in* contrattuale ai sensi della BRRD presentano criteri di parametrizzazione indubbiamente correlati all'andamento economico dell'impresa emittente. Se ciò è vero in tali casi, tuttavia, è opportuno rilevare che i *discretionary trigger* rientrano nel novero dei parametri interno laddove la determinazione del terzo non si presenta vincolata all'andamento economico della società bensì di natura discrezionale o correlata a parametri esterni (i.e. indici di mercato di società concorrenti, *benchmark* finanziari, ecc...).

⁴³⁷ Cfr. *supra* cap. 3, par. 3.2.

⁴³⁸ Con particolare riguardo ai prestiti irredimibili, tale scelta del legislatore speciale ha suscitato non poche critiche da parte della dottrina. Per tutti, si veda G.B. PORTALE, "*Prestiti subordinati*" e "*prestiti Irredimibili*" (*Appunti*), cit., 1996, p. 6, laddove osserva che è censurabile la "*scelta del legislatore italiano del testo unico di allocare la previsione concernente l'emettibilità dei "prestiti postergati" e dei "prestiti irredimibili "nel Titolo II dedicato alla" Nozione di attività bancaria e di raccolta del risparmio*". La "*raccolta*" realizzata con i cennati strumenti, infatti, è cosa diversa (con tutte le conseguenze che da ciò derivano) dalla raccolta di cui all'art. 11, comma 1° , t.u.: proprio perché implicanti "*prestazioni di rischio*" dirette a procurare "*fondi propri*", questi strumenti attengono all'organizzazione dell'ente, non già alla sua attività "*caratteristica*".

Il comma testé citato va enucleando tre diverse tipologie di strumenti che le banche possono emettere nelle forme delle obbligazioni o dei titoli di deposito: a) prestiti subordinati; b) prestiti irredimibili; c) prestiti rimborsabili previa autorizzazione della Banca d'Italia.

Volendo soffermare la nostra attenzione, per inerenza e coerenza con quanto si sta esaminando, sulla fattispecie dei prestiti irredimibili (nel cui alveo si iscrivono anche gli *ATI CoCos*) occorre osservare che all'epoca della promulgazione del TUB tale previsione normativa sembrava introdurre un'incolmabile cesura tra la disciplina speciale rispetto a quella di diritto comune in ragione del fatto che in quest'ultimo ambito era da ritenersi esclusa la possibilità di emettere prestiti perpetui con le forme delle obbligazioni⁴³⁹. Tuttavia, nella legislazione bancaria il riconoscimento espresso della possibilità di emettere in forma cartolarizzata "prestiti irredimibili" (o rimborsabili prevista autorizzazione della Banca d'Italia) era necessario al fine di garantire un espresso riconoscimento "normativo" alla facoltà di emettere strumenti che rispondessero ai requisiti imposti dalla disciplina di vigilanza prudenziale per gli enti di credito.

Invero, al fine di perimetrare la portata delle disposizioni relative alla struttura finanziaria delle banche da quelle relative alla disciplina di vigilanza prudenziale, così fugando un equivoco spesso frequente⁴⁴⁰, si deve rilevare che se da un verso è sempre vero che gli strumenti afferenti ai fondi propri (*i.e.* strumenti di patrimonializzazione) siano riconducibili nell'ambito dei prestiti irredimibili, tuttavia, non vi è un rapporto di reciprocità; vale a dire, in tesi, non è automatico che tutti i prestiti perpetui integrino i requisiti per la computabilità nei fondi propri⁴⁴¹ in quanto potrebbero difettare dei requisiti di spiccata subordinazione, di discrezionalità nella corresponsione degli interessi ecc....

Ciò detto, i prestiti irredimibili (c.d. *perpetual notes* secondo la prassi dei mercati finanziari) si contraddistinguono sul piano negoziale per la non esigibilità del rimborso del capitale sino alla scadenza o alla messa in liquidazione (volontaria o concorsuale) dell'ente emittente. Tale perpetuità, benché non vada direttamente ad incidere sul diritto alla restituzione

⁴³⁹ Cfr. G. FAUCEGLIA, *Le obbligazioni emesse dalle banche, cit.*, p. 124. Secondo la dottrina maggioritaria dell'epoca, gli strumenti irredimibili non potevano essere ricondotti alla fattispecie obbligazionaria in senso stretto in quanto, in ragione della compartecipazione al rischio d'impresa nonché per l'indeterminatezza della loro durata, risultavano incompatibili con la figura codicistica del mutuo che si riteneva fosse l'unico tipo negoziale sottendibile al prestito obbligazionario. In senso contrario, si veda però D. GALLETI, "Elasticità" della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie, *cit.*, p. 239 ss.

⁴⁴⁰ In tal senso, pare proporsi G. FAUCEGLIA, *ult. op. cit.*, p. 123.

⁴⁴¹ Ad avviso di chi scrive, tale conclusione trova piena rispondenza anche nella regolamentazione secondaria della Banca d'Italia laddove nella Circolare n. 229 del 21 aprile 1999, Titolo V, Capitolo 3, Sezione V, si disciplinano le forme a cui devono attenersi le banche nell'emissione dei titoli irredimibili (cfr. in particolare, l'ultimo paragrafo della richiamata sezione "La computabilità dei prestiti subordinati o irredimibili ai fini della determinazione del patrimonio di vigilanza è disciplinata nel Tit. IV, Cap. 1, delle presenti Istruzioni"); viceversa, il CRR (ed in passato la Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006) disciplina i presupposti per la computabilità di taluni strumenti di capitale nei fondi propri degli enti di credito.

dell'apporto, tuttavia, si presenta come punto di forte contatto tra gli strumenti in discorso e le caratteristiche patrimoniali tipiche delle azioni in quanto per entrambi il diritto al rimborso, salvo casi eccezionali (ad esempio, *buy back* delle obbligazioni o delle azioni), potrà avere luogo solamente al termine della vita sociale.

Corre però l'obbligo di evidenziare che tale contatto in punto di durata non va ad incidere sul fatto che, in sede di liquidazione, le pretese correlate ai prestiti irredimibili (*i.e.* *ATI CoCos*) pur potendosi presentare subordinate rispetto a quelle degli altri creditori sociali (previsione obbligatoria per quanto riguarda gli strumenti ammessi nei fondi propri degli enti di credito), in ogni caso, dovranno essere soddisfatte prioritariamente rispetto a quelle dei titolari di capitale di rischio.

L'irredimibilità può quindi figurare come elemento tipizzante che assimila tali strumenti a quelli di natura azionaria, tuttavia, questi ultimi se ne distinguono in quanto sul piano formale incorporano sempre un diritto al rimborso dell'apporto (sebbene, subordinato o condizionato); circostanza da escludersi nei titoli afferenti al capitale di rischio.

A tal riguardo occorre interrogarsi se la perpetuità sia una qualifica compatibile con la fattispecie degli strumenti finanziari di cui all'art. 2411, terzo comma, c.c., nel cui perimetro – in base alla lettera della legge – possono essere ricondotti solamente i titoli “*comunque denominati*” che riconoscono un rimborso parametrato nell'entità e nella durata all'andamento economico dell'emittente.

La risposta, secondo un approccio ermeneutico di ordine sistematico e logico (in particolare, attraverso l'*argumentum a simili*⁴⁴²), non può che essere affermativa atteso che, i tempi del rimborso in linea capitale degli strumenti irredimibili sono (e saranno) sempre vincolati all'andamento economico come richiesto dagli strumenti para-obbligazionari; in altre parole, se la durata dall'obbligazione è “agganciata” a quella della società, i tempi e l'effettivo rimborso del prestito dipenderanno dalle sorti di quest'ultima (*i.e.* liquidazione volontaria, liquidazione concorsuale, ecc...) ⁴⁴³.

Orbene, se la perpetuità risulta essere un elemento compatibile con la fattispecie degli strumenti para-obbligazionari, occorre considerare se tale conclusione risulti confermata anche con riguardo agli altri requisiti pretesi dalle disposizioni di vigilanza per gli strumenti *ATI*.

In questa sede, si può ritenere verificata – tenuto conto delle esplicazioni offerte nei paragrafi precedenti – la compatibilità del *trigger event* previsto per gli strumenti *ATI* (*i.e.*

⁴⁴² Cfr. A. TORRENTE – P. SCHLESINGER, *Manuale di Diritto Privato, cit.*, p. 54, precisa che tale criterio è “*volto ad estendere la norma per comprendervi anche fenomeni simili a quelli risultanti dal contenuto letterale della disposizione, assumendo tale somiglianza come determinante per una identità di disciplina*”.

⁴⁴³ A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride, cit.*, p. 114.

balance sheet trigger) con il criterio di indicizzazione interna richiesto dall'art. 2411, terzo comma, c.c. in quanto gli eventi attivatori basati sui valori di bilancio (*i.e.* utili d'esercizio, rapporto *debt/equity*, fondi proprio/attività ponderate per il rischio, ecc..) sono pacificamente ascrivibili nel novero dei parametri di misurazione dell'andamento economico della società emittente⁴⁴⁴.

In siffatta prospettiva, si deve poi osservare che anche la spiccata subordinazione (assoluta e certa *ab origine*) degli strumenti *CoCos ATI* non può fungere da elemento di incompatibilità con gli strumenti para-obbligazionari in discorso, atteso che, come si è visto, la subordinazione non elide il diritto al rimborso ma incide solo ed esclusivamente sull'esigibilità della pretesa ovvero, in sede di concorsuale, sulla sua gradazione rispetto agli altri creditori⁴⁴⁵.

Infine, alle medesime conclusioni, si può pervenire anche con riferimento all'obbligo di riconoscere all'ente di credito emittente la facoltà – meramente discrezionale – di annullamento delle corrisposizioni periodiche. Invero, in tesi, la mancata percezione di alcuna remunerazione potrebbe portare a qualificare il finanziamento come gratuito, tuttavia, tale circostanza – sebbene in termini economici possa figurare come un pregiudizio – non andrà in alcun modo a privare l'investitore del suo diritto alla restituzione del capitale.

Alla luce di quanto considerato nel presente e nei precedenti paragrafi, pare possibile affermare che gli strumenti *CoCos ATI* – sebbene presentito numerosi elementi (perpetuità e annullamento della remunerazione periodica) che li assimilano sotto il profilo economico all'apporto di capitale di rischio – possano essere ricompresi nell'alveo degli strumenti para-obbligazionari atteso che, in ogni caso, come richiesto dall'art. 2411, terzo comma, c.c., incorporano un obbligo di rimborso del capitale parametrato/condizionato all'andamento economico dell'emittente.

4. I CoCo Bonds quali strumenti para-obbligazionari assoggettati alla disciplina delle obbligazioni

Finora si è avuto modo di apprezzare quale possa essere la funzione economica/causalistica sottesa all'emissione degli strumenti *Contingent Capital* pur rilevandosi che tale conclusione ha un valore prevalentemente dogmatico e definitorio in quanto lo “strumento” nel quale possono essere “confezionati” (*i.e.* strumento finanziario para-obbligazionario) si presenta come fattispecie causalmente neutra rispetto al *substratum* contenutistico.

⁴⁴⁴ Cfr. *supra* Cap. 3, par. 3.1.

⁴⁴⁵ In merito alla subordinazione si rinvia alla bibliografia richiamata *supra sub* nota 401.

In tale prospettiva, si osserva poi che la riconduzione degli strumenti *CoCos* alla categoria degli strumenti obbligazionari ibridi *ex art.* 2411, terzo comma, c.c. porta con sé il fatto – quasi fosse un cortocircuito concettuale⁴⁴⁶ – che gli stessi debbano essere assoggettati all'applicazione della disciplina di cui agli art. 2410 ss. c.c. prevista per le obbligazioni in senso stretto (ancorché, come si è visto, gli strumenti in discorso vadano oltre gli elementi tipici di tale fattispecie). A ciò si aggiunga, quale diretta conseguenza del generale rinvio alla disciplina obbligazionaria, che per i *CoCos* (sia Ordinari che Bancari) emessi da enti di credito si dovrà invece fare riferimento alla disciplina speciale di settore di cui all'art. 12 TUB, così come espressamente previsto dal comma *4-bis* di detta norma⁴⁴⁷.

Su tali premesse, si impone quindi di approfondire alcuni profili particolarmente rilevanti ai fini operativi, ovverosia: a) quale sia l'organo competente a deliberare l'emissione dei titoli *CoCos*; b) se siano o meno applicabili i limiti quantitativi all'emissione previsti dall'art. 2412 c.c. Il tutto evidenziando volta per volta le peculiarità di disciplina da accordare ai *CoCos* Ordinari e ai *CoCos* Bancari.

4.1. La competenza a deliberare l'emissione degli strumenti *CoCos*

Tenuto conto della poliedricità degli strumenti *CoCos* i quali possono presentare meccanismi di assorbimento delle perdite sia di tipo *write-down* sia *conversion into equity*, punto di fondamentale importanza dal quale muovere è l'individuazione dell'organo competente a deliberare l'emissione degli stessi, atteso che, come noto, nella disciplina obbligazionaria vengono individuate due competenze diverse a seconda che sia emettano obbligazioni “*plain vanilla*” ovvero obbligazioni convertibili.

La disciplina dell'emissione di obbligazioni “in senso stretto” sia nel diritto comune che nella legislazione speciale bancaria riconosce una competenza originaria all'organo di

⁴⁴⁶ Sul punto si veda A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., p. 84 secondo cui “*nel contesto della proliferazione delle fattispecie potenzialmente riconducibili nell'ambito degli strumenti ibridi con obbligo di rimborso – intesa come categoria trasversale ed ampia – non conti tanto la distinzione tra obbligazioni vere e proprie e strumenti para-obbligazionari, quanto piuttosto la circostanza che, agli uni e agli altri, si applichi la disciplina delle obbligazioni, almeno come corpus normativo primario di riferimento, salvo – come detto – disapplicare specifiche disposizioni laddove lo strumento emesso in concreto presenti ulteriori caratteristiche con esse incompatibili*”.

⁴⁴⁷ L'art. 12, comma *4-bis*, TUB dispone che “*i commi 3 e 4 si applicano anche agli strumenti finanziari assoggettati alla disciplina delle obbligazioni prevista dal codice civile*”. Sul punto si veda A. BLANDINI, *commento sub art. 12*, in *Commentario al Testo Unico Bancario*, a cura di M. Porzio, F. Belli, G. Losappio, M. Rispoli Farina, V. Santoro, Milano, 2010, p. 138 ss., laddove rileva che “*è proprio in questa prospettiva che si dispone (nel nuovo co. 4-bis) che la disciplina speciale dettata per le obbligazioni bancarie (ovviamente per quanto compatibile) si applica altresì agli strumenti finanziari, comunque denominati, che sarebbero stati comunque assoggettati alle norme civilistiche in tema di obbligazioni, dei quali un esempio tipizzato viene fornito dall'art. 2411, co. 3, c.c.*”.

amministrazione che è da ritenersi esclusiva negli enti di credito⁴⁴⁸, mentre è derogabile a favore dell'assemblea dei soci nelle società ordinarie⁴⁴⁹.

Nell'attribuzione della competenza all'emissione di strumenti obbligazionari all'organo gestorio pare sottendibile una duplice *ratio*⁴⁵⁰: da un lato, si riconosce la centralità di quest'ultimo in ordine a tutte le determinazioni relative alle modalità di finanziamento dell'attività d'impresa; dall'altro, si risponde all'esigenza di garantire flessibilità e celerità in ordine alle modalità di accesso ai mercati finanziari⁴⁵¹. Più specificamente, l'inderogabilità di tale competenza nell'ordinamento bancario trova ragion d'essere nel fatto che per le banche l'emissione delle obbligazioni (o più in generale, l'emissione di strumenti finanziari) si configura come “una mera operazione di raccolta del risparmio”⁴⁵² a medio-lungo termine, *latu sensu*, non dissimile dall'attività di raccolta a breve mediante deposito in conto corrente.

Ciò detto, ai sensi dell'art. 2420 *bis* c.c., è invece di competenza dell'assemblea straordinaria – anche negli enti di credito⁴⁵³ – l'adozione delle delibere per l'emissione di prestiti obbligazionari convertibili, salvo che, ai sensi dell'art. 2420 *ter* c.c. lo statuto attribuisca agli amministratori tale potere, ovviamente, entro limiti di tempo ed ammontare predeterminati⁴⁵⁴. Inoltre, in tali casi, a prescindere dall'organo deliberante l'emissione, è condizione inderogabile la contestuale deliberazione di un aumento del capitale preordinato e

⁴⁴⁸ Cfr. art. 12, terzo comma, TUB laddove si dispone che “l'emissione di obbligazioni non convertibili o convertibili in titoli di altre società è deliberata dall'organo amministrativo; non si applicano gli articoli 2410...”. Come osservato da A. BLANDINI, *commento sub art. 12, cit.*, p. 142, ulteriore elemento specializzante della disciplina bancaria è rinvenibile nel fatto che, a differenza di quanto previsto per le obbligazioni ordinarie, la delibera dell'organo amministrativo non è sottoposta al controllo notarile ed all'iscrizione nel registro delle imprese.

⁴⁴⁹ Cfr. art. 2410 c.c. secondo cui “se la legge o lo statuto non dispongono diversamente, l'emissione di obbligazioni è deliberata dagli amministratori. In ogni caso la deliberazione, di emissione deve risultare da un verbale redatto da un notaio ed è depositata ed iscritta a norma dell'art. 2436”.

⁴⁵⁰ Per approfondimenti si veda R. CAVALLO BORGIA, *commento sub art. 2410, cit.*, p. 51 ss.

⁴⁵¹ Cfr. G. ALPA, *La riforma del diritto societario. Percorsi di lettura*, in *Rivista di diritto privato*, 2003, p. 221.

⁴⁵² A. BLANDINI, *commento sub art. 12, cit.*, p. 142. Tuttavia, come si è detto *supra* sub nota 436, va evidenziato che la scelta di inserire le disposizioni relative all'emissione di strumenti irredimibili nell'ambito della raccolta bancaria ha suscitato non poche perplessità in dottrina attesa la loro prevalente natura di mezzi afferenti “fondi propri” e quindi destinati al rafforzamento patrimoniale e quindi non correlati all'ordinaria gestione dell'attività d'impresa.

⁴⁵³ L'art. 12, terzo comma, TUB introduce deroghe alla disciplina di diritto comune solamente in relazione all'emissione di obbligazioni non convertibili o convertibili in titoli di altre società. Quanto alle obbligazioni convertibili in azioni proprie si applicano le disposizioni del codice civile, ad eccezione dell'art. 2412 c.c.; eccezione, che, come si vedrà, alla luce dalla novella ad opera del D.L. 22 giugno 2012, n. 83 (convertito, con modificazione nella L. 7 agosto 2012, n. 134) ha perso rilevanza in quanto anche per le società di diritto comune non vi sono più limiti all'emissione di obbligazioni convertibili estesa a tutte le società.

⁴⁵⁴ Per approfondimenti in merito alla delega agli amministratori all'emissione di obbligazioni convertibili, cfr. U. BELVISIO, *Delega per gli aumenti del capitale sociale e riforma organica della società di capitali*, in *Rivista delle società*, 2004, p. 1325; R. CAVALLO BORGIA, *commento sub art. 2420-ter, cit.*, p. 337 ss.

strumentale a permettere l'effettiva conversione delle obbligazioni in azioni (c.d. azioni di compendio⁴⁵⁵) allorché l'obbligazionista eserciti l'opzione accordatagli⁴⁵⁶.

Tenuto conto che l'operazione di finanziamento in parola necessita di un contestuale aumento del capitale sociale, è di palmare evidenza la ragione sottesa all'attribuzione in capo all'assemblea straordinaria della competenza all'emissione delle obbligazioni convertibili⁴⁵⁷, con la precisazione che quest'ultima – con istituto speculare rispetto a quello previsto all'art. 2443 c.c. – può sempre delegare *ex art. 2420 ter c.c.* all'organo amministrativo le determinazioni in ordine all'emissione di obbligazioni convertibili e al contestuale aumento del capitale⁴⁵⁸.

Nell'ipotesi di emissione di strumenti obbligazionari convertibili viene inoltre previsto *ex art. 2441*, primo comma, c.c. l'obbligo di offrire in opzione tali titoli ai soci in proporzione alle azioni già possedute nonché agli altri eventuali titolari di obbligazioni convertibili, in concorso con i soci, tenuto conto del rapporto di cambio convenuto⁴⁵⁹.

⁴⁵⁵ Sono definite azioni di compendio le azioni che il portatore di obbligazioni convertibili riceve al momento della conversione. Ovvero, più in generale sono dette azioni di compendio anche le azioni spettanti ai soci delle società che si fondono, dando vita a una nuova società (fusione in senso stretto) o che vengono incorporate in una società preesistente (fusione per incorporazione).

⁴⁵⁶ Le delibere di emissione delle obbligazioni convertibili e di aumento del capitale sociale, come normativamente previsto, devono essere tassativamente contestuali e la necessaria simultaneità rappresenta un presupposto di validità e condizione di iscrizione della delibera nel registro delle imprese. Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *commento sub art. 2420-bis, cit.*, p. 208 ss.

⁴⁵⁷ La tassatività della contestuale delibera di aumento del capitale risponde alla necessità di salvaguardare gli interessi giuridici ed economici dei sottoscrittori nel senso che i presupposti per il successivo esercizio del diritto di conversione devono coesistere nel titolo obbligazionario fin dall'origine. Diversamente procedendo, si potrebbe incorrere nell'eventualità che l'investitore eserciti l'opzione della conversione ma il consiglio si trovi privo delle relative azioni di compendio in ragione dell'impossibilità o della mancanza di volontà da parte dell'assemblea ad emetterle. Sul punto, si veda R. CAVALLO BORGIA, *commento sub art. 2420-bis, cit.*, p. 208 ss.

⁴⁵⁸ A corollario di quanto detto, si osserva che nel caso di delega all'emissione *ex art. 2420 ter c.c.* gli amministratori hanno una competenza già delegata trovando quindi applicazione il principio del "*delegatus delegare non potest*" il quale è stato positivizzato dall'art. 2381, quarto comma, c.c. laddove include tra le attribuzioni non delegabili dal consiglio a singoli componenti o al comitato esecutivo proprio quelle *ex art. 2420 ter c.c.* Sul punto, cfr. P.G. MARCHETTI, *Le obbligazioni*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statuari*, a cura del Consiglio Notarile di Milano, Milano, 2003, p. 213.

⁴⁵⁹ Benché la questione trascenda le finalità del presente scritto, si ritiene opportuno rilevare che il diritto di opzione ha la funzione di tutelare l'interesse degli azionisti e dei possessori di obbligazioni convertibili (potenziali azionisti) a conservare inalterata la loro quota di partecipazione al capitale sociale, evitando che l'emissione di strumenti obbligazionari convertibili (con contestuale aumento del capitale) possa incidere sulla loro quota di partecipazione al voto ed agli utili. Ne discenda che l'obbligo di riconoscere il diritto d'opzione anche sull'emissione di obbligazioni convertibili risponde alle medesime finalità, in particolar modo scongiurando l'eventualità che attraverso l'emissione di strumenti convertibili possa essere surrettiziamente eluso l'obbligo di offerta in opzione delle azioni di nuova emissione (in assenza di tale previsione, la società potrebbe emettere obbligazioni convertibili facendole sottoscrivere da un socio o da un terzo che, successivamente, provvede ad esercitare il diritto d'opzione diluendo i diritti partecipativi degli altri soci). Per approfondimenti sul punto, si veda R. CAVALLO BORGIA, *commento sub art. 2420-bis, cit.*, p. 232 ss.

Nella prospettiva in esame, risulta evidente che la disciplina di emissione, sia in merito alla competenza che all'esercizio del diritto d'opzione, trovi un punto di rilevante cesura nella circostanza che lo strumento obbligazionario (ovvero, para-obbligazionario) riconosca o meno la facoltà di conversione in capitale di rischio dell'emittente. Stante la possibilità di emettere *CoCos* con clausola *write-down* o con *conversion into equity*, si pone quindi l'esigenza di una disamina di come il diverso meccanismo di assorbimento delle perdite possa incidere sulla competenza all'emissione o sull'eventuale disciplina dell'offerta in opzione.

Per chiarezza espositiva, si andranno individuando tra diverse ipotesi valorizzando per ciascuna di esse l'eventuale specialità della disciplina bancaria: a) emissione di strumenti con *CoCos* con clausola *write-down*; b) emissione di *conversion into equity CoCos*; c) emissione di strumenti di *bail-in* contrattuale ai sensi della BRRD.

4.1.1. L'emissione di *write-down CoCos*

I titoli *CoCos* con clausola *write-down*, come si è più volte detto, difettano di effettiva incidenza sull'assetto organizzativo voluto con il contratto sociale in quanto, sebbene la correlata pretesa creditoria risenta dell'andamento della società, tuttavia, i titolari di tali tipi di strumenti non avranno mai modo di entrare a far parte della compagine sociale.

Tale estraneità alla vita sociale fa sì che in punto di disciplina possano essere assimilati agli strumenti para-obbligazionari in senso stretto dovendo quindi trovare applicazione – a seconda del tipo di impresa – le disposizioni di diritto comune di cui agli art. 2410 ss., ovvero, nel caso di *CoCos* emessi da enti di credito, quanto previsto dall'art. 12 TUB.

Ne discende che competente all'emissione dei *CoCos* con clausola *write-down* è quindi il Consiglio di Amministrazione il quale, salvo l'eventuale deroga nelle società ordinarie a favore dell'assemblea dei soci, in particolare, è titolato ad autorizzare l'emissione, a sottoscrivere i contratti con i singoli investitori, nonché a stabilire le condizioni economiche e contrattuali dell'operazione che “*in tal modo sono determinate in forma unitaria*”⁴⁶⁰.

Naturale portato di tale conclusione è il fatto che il tipo di *CoCos* in discorso all'atto dell'emissione non dovrà essere offerto in opzione ai soci (o agli eventuali titolari di obbligazioni convertibili) in quanto l'investitore resterà sempre estraneo al contratto sociale, in termini identici a quanto si verifica nelle obbligazioni in senso stretto.

⁴⁶⁰ V. DONATIVI, *Le obbligazioni di s.p.a.*, cit., p. 243. L'Autore, subito dopo precisa che tale standardizzazione dei titoli “*costituisce una ulteriore caratteristica essenziale della fattispecie obbligazionaria, ovvero sia la “fungibilità” dei titoli, che vengono appunto emessi in serie, quali titoli di massa standardizzati, ovvero sia di uguale valore nominale e attributivi di uguali diritti*”.

4.1.2. L'emissione di *conversion into equity CoCos*

Meritano una più approfondita attenzione gli strumenti *CoCos* con clausola di conversione in capitale, atteso che al verificarsi del *trigger event* l'organo gestorio sarà tenuto a dare esecuzione allo scambio tra titoli para-obbligazionari e capitale di rischio.

Nonostante il diritto (ovvero, l'obbligo di conversione nei *CoCos* Bancari) sia accordato nell'interesse dell'ente emittente, nel presente caso risulta coerente applicare, in via analogica, la medesima disciplina prevista per l'emissione delle obbligazioni convertibili, discendendone che la competenza originaria sarà da accordarsi all'assemblea straordinaria dei soci, fatta salva la possibilità di delega *ex art. 2420 ter* al consiglio di amministrazione.

In tal senso milita il fatto che alla delibera di emissione dei *CoCos* deve sempre essere associata la contestuale delibera di aumento del capitale sociale in ordine alla quale, salvo deleghe, solo l'assemblea straordinaria può decidere; ciò è funzionale affinché, al verificarsi del *trigger event* convenuto, sia certa la possibilità di trasformare le obbligazioni *CoCos* in capitale di rischio. Diversamente operando, vi sarebbe il concreto rischio che i soci, decidendo di non aumentare il capitale sociale, possano impedire l'effettiva conversione delle obbligazioni, nel momento in cui ve ne sia maggiormente bisogno (anche solo per evitare la diluizione dei loro diritti partecipativi).

Con specifico riferimento ai *CoCos* Bancari si deve sottolineare che il punto in questione non è sfuggito all'attenzione del legislatore comunitario il quale, tra i vari requisiti imposti per la computabilità dei *CoCos* nell'*ATI*, ha previsto che l'emittente debba essere sin dall'emissione in possesso di tutte le "autorizzazioni" per l'emissione dei titoli azionari nei quali si convertiranno gli strumenti *CoCos* all'atto del verificarsi dell'evento attivatore⁴⁶¹. Nell'ordinamento domestico, attesa l'esclusiva ed originaria competenza dell'assemblea dei soci a deliberare le modifiche allo statuto sociale, per scongiurare le situazioni di stallo di cui si è detto, non resta che ammettere la contestuale delibera di aumento del capitale all'atto dell'emissione di titoli *CoCos*⁴⁶².

⁴⁶¹ Cfr. art. 54, par. 6, CRR laddove si dispone che "*un ente emittente di strumenti aggiuntivi di classe I che converte questi ultimi in strumenti di capitale primario di classe I in caso di evento attivatore provvede a che il suo capitale azionario autorizzato sia sempre sufficiente per convertire in azioni la totalità di detti strumenti aggiuntivi di classe I convertibili nel caso di evento attivatore. Alla data di emissione degli strumenti aggiuntivi di classe I convertibili occorre essere in possesso di tutte le necessarie autorizzazioni. L'ente dispone sempre della necessaria autorizzazione preventiva per l'emissione di strumenti del capitale primario di classe I nei quali saranno convertiti gli strumenti aggiuntivi di classe I al verificarsi di un evento attivatore*".

⁴⁶² A tal proposito, si ritiene che non possa fungere da alternativa l'ipotesi di delibera di emissione di strumenti *CoCos* da parte dell'assemblea con contestualmente conferire agli amministratori una delega

In siffatta prospettiva, occorre inoltre considerare se i *CoCos* ai sensi dell'art. 2441 c.c., in ragione della loro riconducibilità nell'alveo delle obbligazioni convertibili, debbano essere offerti in opzione ai già soci.

Se è vero, come sopra si è visto, che funzione precipua del diritto d'opzione è quella di tutelare l'interesse dell'azionista a mantenere intatta la sua capacità di incidere sulla formazione della volontà sociale, nonché di conservare inalterato il valore reale della sua partecipazione azionaria in presenza di riserve accumulate, allora ne discende che ai soci dovrà essere riconosciuto il diritto d'opzione in ordine alla sottoscrizione dei *CoCos* convertibili di nuova emissione, coerentemente con il disposto dell'art. 2441, primo comma, c.c. In tal modo, si evita che l'emissione di titoli *CoCos* possa trasformarsi in un meccanismo di diluizione dei diritti partecipativi dei soci ad opera del gruppo di controllo o del management, atteso che – in assenza del diritto d'opzione – si potrebbero emettere titoli *CoCos* incorporanti un *trigger event* con alta probabilità di verifica collocandoli poi presso gli stessi soci di maggioranza o “soggetti amici” di guisa che questi ultimi in breve tempo possano, rispettivamente, rafforzare la loro quota di partecipazione o divenire soci dell'emittente.

Resta però da considerare se gli altri titolari di strumenti *CoCos* o, più in generale, di obbligazioni convertibili possano beneficiare del diritto d'opzione sulle azioni, ovvero, sui *CoCos* (ovvero, strumenti convertibili) di nuova emissione.

Il punto è alquanto delicato atteso che, se si seguisse il ragionamento finora proposto di assimilazione della disciplina dei titoli *CoCos* convertibili a quella delle obbligazioni convertibili dovrebbe derivarne che ai sensi dell'art. 2441 c.c. questi ultimi vantino anche il diritto d'opzione – in proporzione al rapporto di cambio – su tutte le azioni o gli strumenti convertibili di nuova emissione.

Sul punto, è tuttavia necessario assumere una posizione divergente rispetto a quella finora proposta per almeno due ordini di motivi.

In primo luogo, sebbene di non forte incisività, si deve rilevare che nelle obbligazioni convertibili il diritto d'opzione è in tesi riconosciuto non solo in ragione dell'apporto organizzativo che contraddistingue tali titoli ma soprattutto per evitare che l'investitore – al quale è riconosciuto un diritto discrezionale alla conversione – a fronte del permanere del medesimo rapporto di conversione veda pregiudicato il valore reale delle obbligazioni che gli saranno assegnate in ipotesi di conversione. Viceversa, la conversione degli strumenti *CoCos* è conseguenza di eventi strutturali e dinamici dell'emittente, sicché il conferimento del diritto

all'aumento del capitale ex art. 2443 c.c.. Invero, secondo la citata norma la delega può avere una durata massima pari a 5 anni e ciò è incompatibile con la perpetuità richiesta agli strumenti *ATI*.

d'opzione risulterebbe incompatibile con un soggetto che è estraneo all'ente e che potrebbe permanere centro di imputazione di situazioni creditorie per tutta la vita della società.

In secondo luogo, vi è un dato di maggior rilievo che ostacola il riconoscimento del diritto d'opzione sulle azioni o sulle obbligazioni convertibili di nuova emissione a favore dei titolari dei *CoCos* (ovvero, più in generale agli obbligazionisti convertibili). Ovverosia, come sancito dalla Corte di giustizia dell'Unione Europea⁴⁶³, l'art. 2441, primo comma, c.c. risulta in contrasto con quanto stabilisce l'art. 29, primo paragrafo, della Seconda direttiva (77/91/CEE del 13 dicembre 1976) in materia societaria, secondo cui *“nel caso di aumento di capitale sottoscritto mediante conferimenti in denaro, le azioni devono essere offerte in opzione agli azionisti in proporzione della quota di capitale rappresentata dalle loro azioni”*. In tale prospettiva, il sesto paragrafo precisa poi che il primo paragrafo si applica *“all'emissione di tutti i titoli convertibili in azioni o forniti di un diritto di sottoscrizione di azioni, ma non alla conversione di tali titoli né all'esercizio del diritto di sottoscrizione”*.

Muovendo da tale dato normativo la Corte ha ritenuto che la predetta Direttiva mira a garantire una *“tutela più efficace degli azionisti, consentendo loro di evitare, in caso di aumento di capitale, la diluizione della parte di capitale rappresentata dalla loro partecipazione”* (punto 43 della sentenza) da ciò discendendone che *“che la realizzazione di tale obiettivo risulterebbe compromessa se tali nuovi titoli potessero essere parimenti offerti in opzione ad una categoria di acquirenti diversa da quella degli azionisti, vale a dire i detentori di obbligazioni convertibili in azioni”* (punto 45 della sentenza). Gli obbligazionisti convertibili, in assenza del diritto d'opzione, potranno quindi sottoscrivere le azioni di nuova emissione, solamente nella misura in cui gli azionisti non abbiano esercitato il loro diritto di opzione, in tal caso beneficiando dell'eventuale offerta ai terzi (punto 40 della sentenza).

Diretta conseguenza di quanto considerato è il fatto che se *“in un futuro aumento di capitale o in una nuova emissione di obbligazioni convertibili in azioni l'assemblea deliberasse riconoscendo il diritto di opzione non solo alle azioni già emesse ma anche alle obbligazioni convertibili ormai circolanti, i soci potrebbero impugnare e chiedere che la decisione sia dichiarata nulla per illiceità dell'oggetto (art. 2379 c.c.)”*⁴⁶⁴.

⁴⁶³ Cfr. Corte di Giustizia dell'Unione Europea, 18 dicembre 2008, n. C-338/2006, promossa da Commissione delle Comunità europee vs. Regno di Spagna. In particolare, la vicenda de quo traeva origine da una procedura di infrazione iniziata dalla Commissione contro il Regno di Spagna, per non aver questo esattamente adempiuto agli obblighi di attuazione della seconda direttiva e, in particolar modo, sono stati considerati contrari all'art. 29, 1° e 6° par., della direttiva gli artt. 158, 1° co. e 293, 2° co., della Ley de Sociedades Anónimas (LSA) del 1989, i quali riproducono la disciplina del diritto d'opzione di cui all'art. 2441, primo comma, c.c. Cfr. R. WEIGMANN, *Le obbligazioni convertibili perdono il diritto di opzione*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2012, p. 339.

⁴⁶⁴ R. WEIGMANN, *Le obbligazioni convertibili perdono il diritto di opzione*, cit., p. 344.

Alla luce di quanto suesposto, è quindi di tutta evidenza la mancanza dei presupposti sia di ordine ermeneutico sia di carattere normativo per l'attribuzione del diritto d'opzione a favore dei titolari di strumenti *CoCos* per le future emissioni di azioni o altri strumenti convertibili.

Residua solo da considerare se i titolari dei *CoCos*, a causa del venir meno del diritto d'opzione sulle azioni di futura emissione e in assenza di una previsione normativa che legittimi la rimodulazione automatica del rapporto di conversione, subiscano un grave pregiudizio ai loro diritti in caso di conversione e se parimenti risultino privi di qualunque protezione in tal senso.

Il primo interrogativo pare potersi sciogliersi in senso negativo in quanto, se è pur vero che al permanere del medesimo rapporto di cambio in ipotesi di conversione riceveranno un numero di azioni aventi un valore reale minore, tuttavia, in ragione della funzione “para-assicurativa” dei titoli *CoCos* nonché della loro struttura negoziale (vale a dire, la conversione si verifica in base al *trigger event* convenuto), pare possibile affermare che dall'eventuale incremento del capitale sociale i portatori dei titoli *CoCos* non subiranno alcun pregiudizio diritto (difettando essi di una finalità speculativa o d'investimento), ma anzi – in via tendenziale – un maggior apporto di capitale di rischio andrà a ridurre il rapporto di *leverage* così riducendo le probabilità di attivazione del *trigger event*.

Sul secondo interrogativo bisogna invece rilevare che i titolari di strumenti *CoCos* sul piano del diritto positivo non potranno vantare alcuna tutela diretta⁴⁶⁵, tuttavia, nulla esclude che in sede negoziale possa essere introdotto un rapporto di conversione variabile di guisa che si mantenga costante il valore delle azioni di compendio che lo stesso ha diritto a ricevere.

4.1.3. L'emissione di strumenti di *bail-in* contrattuale ai sensi della BRRD

Da ultimo residua da accertare quale sia la disciplina in punto di competenza all'emissione e di diritto d'opzione da accordare ai c.d. strumenti di “*bail-in* contrattuale” di cui all'art. 45, par. 13, della BRRD. Come già a suo tempo si è detto, tali strumenti per essere ammessi fra le passività ammissibili devono incorporare una clausola secondo cui se l'autorità di risoluzione decide di applicare lo strumento del *bail-in* ad un ente di credito i titoli in discorso vengono – a seconda della concreta situazione patrimoniale dell'emittente – svalutati o convertiti in capitale di rischio prima che si proceda alla svalutazione o conversione delle passività ammissibili di grado peggiore ma, in ogni caso, dopo che abbia avuto luogo la

⁴⁶⁵ *Idem*, p. 345, laddove precisa che “con la caduta del diritto di opzione di fonte legale, restano sguarniti anche i possessori di obbligazioni convertibili già emesse, i quali magari avevano sottoscritto confidando nella forte tutela che le norme italiane promettevano contro gli annacquiamenti di valore nella conversione”.

cancellazione o la rilevante diluizione dei titoli partecipativi e degli strumenti afferenti ai fondi propri dell'ente di credito.

A differenza delle considerazioni svolte nei paragrafi precedenti, gli strumenti in parola possono venire in uso solo esclusivamente nell'ambito dell'impresa bancaria, pertanto, ai fini dell'individuazione della relativa disciplina bisognerà fare riferimento primariamente alla normativa speciale per gli enti di credito, avendo a mente, in particolar modo, le rilevanti "innovazioni" introdotte dalla BRRD da cui gli stessi ripetono la loro origine.

Punto di partenza su cui soffermare l'attenzione è l'individuazione dell'organo competenza all'emissione dei titoli in discorso, dovendosi a tal riguardo precisare che la BRRD non fornisce alcuna indicazione a tal proposito. Ciò detto, per fornire una risposta compiuta a tale indagine, si deve approfondire l'operatività degli strumenti di *bail-in* contrattuale determinando se in ragione del loro ontologico funzionamento ancipite (sia in chiave di svalutazione sia di conversione) debbano essere assimilati agli strumenti obbligazionari in senso stretto ovvero a quelli convertibili.

Orbene, come si è già esposto nel precedente capitolo⁴⁶⁶, gli strumenti di *bail-in* contrattuale saranno assoggettati a svalutazione o conversione non secondo un parametro prestabilito *ex ante* (*i.e.* nel regolamento contrattuale) bensì in base all'effettive condizioni patrimoniali accertate dall'ente di risoluzione all'avvio dell'azione; in altre parole, nel caso di disavanzo negativo saranno svalutati fintanto che occorre per l'assorbimento di tutte le perdite; viceversa, allorché sia necessario procedere ad un rafforzamento patrimoniale (presupponendo quindi un patrimonio netto positivo) si procederà alla loro conversione in capitale di rischio applicando un rapporto gravemente diluitivo dei diritti degli azionisti⁴⁶⁷.

Fintanto che si rimane nel perimetro dell'ipotesi di svalutazione tutto appare assai lineare in ragione del fatto che si tratta di una mera operazione contabile (*i.e.* l'elisione di poste di passivo) del tutto assimilabile all'operatività della clausola *write-down* di cui sopra. Tuttavia, tenuto conto che in sede di risoluzione potrà pure operarsi la conversione in capitale di rischio, si rendere necessario considerare se le azioni di compendio debbano già pre-esistere o se le stesse debbano essere emesse all'occorrenza (*i.e.* in corso di risoluzione).

La prima ipotesi (ovvero, la pre-esistenza) pare difficilmente percorribile in quanto si scontra con un dato fattuale di non poco momento; ovverosia, l'assenza di una predeterminato rapporto di conversione il quale è invece da individuarsi volta per volta a seconda delle concrete situazioni patrimoniali dell'ente di credito al momento della risoluzione. In tal senso, ne

⁴⁶⁶ Cfr. *supra* Cap. 2, par. 11.2.

⁴⁶⁷ Cfr. *supra* Cap. 2, par. 11.2.

discende che l'emissione di azioni di conversione debbano essere emesse allorché se ne accerti l'effettiva necessità in via strumentale alla ricapitalizzazione.

A tale tesi si potrebbe opporre però il pericolo che l'assemblea dei soci decida di non aumentare il capitale al fine di ostacolare od impedire la diluzione dei diritti dei propri soci. Tale eventualità non è passata inosservata al legislatore comunitario il quale, con una previsione che sebbene appai come una vera forzatura della normativa societaria domestica, ha riconosciuto all'autorità di risoluzione il potere di imporre all'ente soggetto a risoluzione l'emissione di "azioni o altri titoli di proprietà"⁴⁶⁸. Con l'ulteriore precisazione che ciascun stato membro deve assicurare che in sede di risoluzione non vi siano ostacoli alla conversione delle passività in capitale di rischio a causa dell'obbligo di garantire il "diritto d'opzione"; diritto che dovrà quindi essere "escluso".

Alla luce di quanto testé considerato, pare quindi possibile ritenere che l'emissione degli strumenti di *bail-in* contrattuale possa essere deliberata, secondo il disposto dell'art. 12 TUB, direttamente dal consiglio di amministrazione dell'ente di credito in ragione del fatto che, al lato pratico, non è necessaria la contestuale delibera di aumento del capitale in quanto le azioni dovranno essere emesse all'occorrenza, nel corso dell'azione di risoluzione, per ammontare idoneo a soddisfare il rapporto di cambio previsto dall'autorità di risoluzione e, se del caso, anche in via forzosa⁴⁶⁹.

A ciò si aggiunga, che è da escludersi l'obbligo di offerta in opzione dei titoli di *bail-in* contrattuale ai soci, atteso che all'atto dell'emissione questi ultimi hanno natura prevalentemente creditizia potendo restare tali per tutta la vita della società⁴⁷⁰, nonché in ragione del fatto che anche in ipotesi di conversione – ovvero, in pendenza di risoluzione – non si riviene un diritto specifico dei soci al mantenimento della propria quota partecipativa⁴⁷¹. E ciò anche in ottemperanza all'approccio "sanzionatorio" manifestato dalla stessa direttiva secondo cui i soci e, più in generale, i creditori, dell'ente in dissesto devono sopportare "perdite adeguate"⁴⁷².

⁴⁶⁸ Cfr. art. 63, par. 1, lett. i) BRRD. Più precisamente, la direttiva dispone che gli stati nazionali devono provvedere che l'autorità di risoluzione disponga, tra i tanti, anche di tale potere.

⁴⁶⁹ In assenza della normativa di recepimento non è dato capire come e in che termini l'autorità di risoluzione potrà procedere se dal caso all'annullamento dei "vecchi" titoli azionari imponendone l'emissione di nuovi.

⁴⁷⁰ Diversamente dall'ipotesi dei *conversion into equity CoCos*, negli strumenti di *bail-in* contrattuale l'evento conversione non viene convenzionalmente individuato ma è rimesso alle esclusive determinazioni dell'autorità di risoluzione.

⁴⁷¹ Sul piano operativo, si osserva che verosimilmente la conversione dei titoli di *bail-in* contrattuale opererà allorché si sia già verificata – secondo l'ordine di svalutazione sancito dagli artt. 47 e 48 BRRD – l'intera cancellazione dei diritti partecipativi dei soci nonché delle pretese creditorie relative ai titoli computati nei fondi proprio.

⁴⁷² Cfr. considerando n. 67 BRRD.

4.2. L'applicazione dei limiti all'emissione di cui all'art. 2412 c.c. nell'ambito dei titoli CoCos

L'analisi dell'operatività dei titoli *CoCos* impone ora di considerare in chiave funzionale in che termini la disciplina dei limiti all'emissione di obbligazioni (e para-obbligazioni) di cui all'art. 2412 c.c. possa trovare quartiere con riguardo agli strumenti in discorso.

Il tema *de quo* deve essere affrontato in una duplice accezione, distinguendo tra titoli con clausola *write-down* e quelli *conversion into equity*, nonché differenziando tra emissioni ad opera di enti di credito (*i.e.* *CoCos* Bancari e strumenti di *bail-in* contrattuale) e *CoCos* emessi da società di diritto comune, attesa la specialità della normativa prevista per i primi rispetto a quella secondi.

4.2.1. I limiti all'emissione di titoli CoCos nelle società di diritto comune

Iniziando dall'impianto normativo a carattere generale, si rileva che nelle società comuni, ai sensi dell'art. 2412, primo comma, c.c., l'ammontare delle obbligazioni emesse non può complessivamente superare il doppio della somma del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato, necessitando che i sindaci attestino il rispetto di detto limite.

La funzione di tale norma regolatrice – novellata con la riforma del diritto societario del 2003⁴⁷³ – è da individuarsi nella volontà di equilibrare la distribuzione del rischio d'impresa tra azionisti ed obbligazionisti, così scongiurando che i primi ricorrano al mercato del credito in misura eccessiva rispetto a quanto rischiano in proprio⁴⁷⁴.

⁴⁷³ Nella versione ante riforma le società non potevano emettere obbligazioni per somma eccedente il capitale versato ed esistente risultante dall'ultimo bilancio approvato. Secondo la dottrina maggioritaria tali stringenti requisiti rispecchiavano l'idea che il limite all'emissione avesse funzione di garanzia: cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari della società*, Milano, 1964, p. 110; A. MONTESANO, *Emissioni di obbligazioni: limite del capitale sociale e bilancio ex art. 2410 c.c.*, in *Società*, 1996, p. 529 ss. In senso critico rispetto a tale stringente limite cfr. G. FRÉ, *commento sub art. 2325-2461*, in *Società per azioni – Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Bologna, 1951, p. 600, il quale sottolineava che “*la garanzia degli obbligazionisti risiede nell'ammontare del patrimonio e non nel capitale sociale*”.

⁴⁷⁴ Cfr. F. DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano, 2003, p. 242; P. FERRO LUZZI – F. CHIAPPETTA, *Fusione e prestiti obbligazionari di società per azioni*, in *Rivista delle società*, 2005, p. 139; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale 2 – Diritto delle Società*, cit., p. 537 ss. Ante riforma si andava anche sostenendo che in punto di definizione dei limiti all'emissione deve essere garantito un giusto rapporto di equilibrio tra quanto apportato da coloro che hanno poteri di gestione e quanto investito dai terzi privi di tali poteri, ciò riscontrandosi non solo nella fattispecie in esame ma anche nel rapporto tra azioni ordinarie e quelle di risparmio prive di voto; in tal senso, cfr. R. CAVALLO BORGIA, *commento sub art.*

Ciò detto, il legislatore ha però ammesso – in via del tutto eccezionale – la possibilità di superare detto limite al verificarsi di determinate circostanze⁴⁷⁵, ovvero, allorché le obbligazioni presentino determinate caratteristiche negoziali⁴⁷⁶. Segnatamente, per quel che qui più rileva, l'art. 2412, quinto comma, c.c. (recentemente novellato⁴⁷⁷) riconosce che il primo e il secondo comma di detto articolo non si applichino ove si tratti di obbligazioni che diano il diritto ad acquisire oppure di sottoscrivere azioni. La *ratio* di tale deroga al limite d'emissione può rivenirsi nella funzione di incentivo all'accesso da parte del titolare di capitale di credito (*i.e.* gli obbligazionisti) al capitale di rischio (*i.e.* le azioni), da intendersi come riconoscimento del diritto sia di sottoscrivere azioni della stessa emittente o di acquisire⁴⁷⁸ azioni di altre società⁴⁷⁹.

In siffatta prospettiva, ne discende che, diversamente da quanto in precedenza disposto, non sussiste oggi alcun limite all'emissione di strumenti obbligazionari convertibili sia in azioni proprie⁴⁸⁰ che in quelle di altre società così incentivando l'emissione di tale tipo di obbligazioni.

Quanto considerato permette quindi di affermare che gli strumenti *write-down CoCos* e quelli *conversion into equity* saranno assoggettati nelle società di diritto comune a diversi regimi di limiti di emissione.

I primi, concorreranno a determinare l'ammontare massimo di emissione e parimenti non potranno essere emessi per valore superiore a quanto previsto all'art. 2412, primo comma, c.c. A conforto di tale conclusione, concorrono due ordini di motivi. In primo luogo, i titoli

2420-bis, cit., p. 95; G. FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, fondato da F. Vassalli, Torino, 1985, p. 504.

⁴⁷⁵ L'art. 2412, secondo comma, c.c. prevede che “il limite di cui al primo comma può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali”, ovvero, il terzo comma, dispone che “non è soggetta al limite di cui al primo comma, e non rientra nel calcolo al fine del medesimo, l'emissione di obbligazioni garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili medesimi”.

⁴⁷⁶ Cfr. art. 2412, quinto e sesto comma, c.c. “i commi primo e secondo non si applicano alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni. Quando ricorrono particolari ragioni che interessano l'economia nazionale, la società può essere autorizzata con provvedimento dell'autorità governativa, ad emettere obbligazioni per somma superiore a quanto previsto nel presente articolo, con l'osservanza dei limiti, delle modalità e delle cautele stabilite nel provvedimento stesso”.

⁴⁷⁷ L'art. 2412, quinto comma, c.c. è stato interamente novellata ad opera dell'art. 32, ventiseiesimo comma, del D.L. 22 giugno 2012, n. 83, convertito con modificazione dalla L. 7 agosto 2012, n. 134.

⁴⁷⁸ Per acquisto si intende la possibilità di convertire il credito pecuniario mediante acquisto di azioni già emesse e detenute in portafoglio dall'emittente (c.d. procedimento diretto di conversione senza modifica del capitale sociale).

⁴⁷⁹ Cfr. N. ATLANTE – A. RUOTOLO, *Le modifiche ai limiti all'emissione del prestito obbligazionario (il nuovo comma 5 dell'art. 2412 c.c.)*, in *Consiglio Nazionale del Notariato*, Studio n. 143-2014, p. 6

⁴⁸⁰ In particolare, la conversione in azioni proprie potrà operare sia mediante l'assegnazione di azioni emesse *ab origine* a servizio della conversione sia mediante l'acquisto di azioni già emesse e detenute dall'emittente. Tuttavia, che anche in quest'ultimo caso l'emissione di obbligazioni convertibili dovrà essere preventivamente deliberata dall'assemblea la quale dovrà autorizzare *ex art. 2357 ter c.c.* il consiglio di amministrazione all'utilizzo di tali azioni ai fini del concambio.

write-down CoCos ancorché incorporino una clausola di assorbimento delle perdite, in ogni caso, sono qualificabili come apporto di credito sicché deve ritenersi confermata la necessità di rispettare la *ratio* della norma che mira a scongiurare un eccessivo squilibrio tra capitale proprio e capitale di terzi. In secondo luogo, ancorché si volesse valorizzare una operatività sul piano degli effetti non dissimile a quella dei titoli convertibili (ovverosia, la riduzione dell'ammontare del debito ivi incorporato al verificarsi del *trigger event*), ad ogni modo, si ritiene che le deroghe individuate dall'art. 2412, primo comma, c.c. abbiano natura eccezionale e quindi non passibili di interpretazione analogica o estensiva.

Quanto invece ai *conversion into equity CoCos* si osserva che gli stessi paiono rientrare a tutti gli effetti nel perimetro di esenzione ai limiti di emissione di cui all'art. 2412, quinto comma, c.c., atteso che, da un lato, è indubbia la loro qualità di titoli convertibili (ancorché ciò si verifichi al verificarsi del *trigger event*); dall'altro, è pacifico che a tali titoli proprio in ragione della loro natura di strumenti para-obbligazionari siano applicabili *ex art.* 2411, terzo comma, c.c. tutte le disposizioni topograficamente rinvenibili nella sezione "delle obbligazioni". Ne discende che in chiave sistematica anche per tali titoli debba trovare applicazione l'esenzione ai limiti d'emissione di cui all'art. 2412, quinto comma, c.c.

4.2.2. L'assenza di limiti all'emissione nei titoli CoCos emessi dagli enti di credito

Passando a considerare l'emissione di titoli *CoCos* da parte degli enti di credito si deve sottolineare che l'emissione di obbligazioni bancarie non convertibili o convertibili in titoli di altre società, differentemente a quanto previsto nel diritto comune, non trova ai sensi dell'art. 12 TUB alcun limite quantitativo, ciò semplificando qualunque tipo di riflessione a tal riguardo.

La *ratio* di tale deroga rispetto ai canoni generali può essere ravvista sia nella riconducibilità degli strumenti obbligazionari (o para-obbligazionari) nell'ambito dell'attività bancaria quale strumento di raccolta del risparmio funzionale all'esercizio dell'attività d'impresa, senza alcuna incidenza sulla struttura organizzativa dell'emittente⁴⁸¹. Parimenti, la garanzia di un adeguato rapporto tra capitali propri e capitali di terzi e l'equa redistribuzione dei rischi di impresa, vengono assicurati dalla vigilanza bancaria la quale disciplina e vigila *ex art.* 12, quinto comma, TUB⁴⁸² sulla costante rispondenza dell'ammontare delle obbligazioni emesse all'intero patrimonio di vigilanza dell'emittente⁴⁸³.

⁴⁸¹ Cfr. A. BLANDINI, *commento sub art. 12, cit.*, p. 140.

⁴⁸² L'art. 12, quinto comma, TUB dispone che "la Banca d'Italia, in conformità delle deliberazioni del CICR, disciplina l'emissione da parte delle banche delle obbligazioni convertibili o convertibili in titoli di altre società nonché degli strumenti finanziari diversi dalle partecipazioni".

⁴⁸³ G. FAUCEGLIA, *Le obbligazioni emesse dalla banche, cit.*, p. 154 ss.

Allo stesso tempo e per le medesime ragioni⁴⁸⁴ l'art. 12, quarto comma, TUB ammette che le obbligazioni convertibili in azioni proprie dell'emittente possano essere emesse senza il rispetto di alcun limite quantitativo.

In siffatta prospettiva, pare possibile affermare che negli strumenti *CoCos* emessi dalle banche non vi sia mai alcun limite all'emissione sia laddove incorporino una clausola *write-down* o *conversion into equity* oppure si presentino nelle forme del *bail-in* contrattuale. Tale conclusione pare ulteriormente confermata nel caso di emissione di *CoCos Bancari* posto che una cospicua emissione di questi ultimi – in ragione della loro computabilità nei fondi propri – permette il rafforzamento della struttura patrimoniale dell'ente di credito emittente a vantaggio di tutti i creditori sociali di grado poziore, risultando quindi non ragionevole porre un limite a tale forma di strumenti.

⁴⁸⁴ L'esclusione di limiti all'emissione anche per gli strumenti obbligazionari convertibili conferma la tendenza ad escludere qualsiasi riferimento al patrimonio netto della società quale forma di equa ripartizione dei rischi e di garanzia per i creditori degli enti di credito. Inoltre, nell'ambito dell'ordinamento bancario conferma la possibilità anche per le banche cooperative (prive di una capitale cristallizzato) di emettere obbligazioni convertibili. Cfr. A. BLANDINI, *commento sub art. 12, cit.*, p. 151; G. FAUCEGLIA, *Le obbligazioni emesse dalla banche, cit.*, p. 168.

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

L'analisi e la comprensione a tutto tondo del “fenomeno *Contingent Capital*” si presentano agli occhi dell'interprete estremamente articolate e complesse sia per la novità del tema, in larga parte ignorato dalla dottrina domestica, sia per la loro natura ambigua e per la struttura cangiante. Elemento questo ultimo che, se da un lato, funge da punto di forza dei titoli *CoCos*, dall'altro, però, rende difficile l'individuazione un “modello standard” da assumere ad oggetto di studio.

Tirando le fila del discorso sin qui condotto, si ritiene quindi di dover produrre una breve sintesi di quanto esposto, valorizzando opportunamente le conclusioni a cui si è pervenuti sia in una prospettiva *de iure condito* sia *de iure condendo*.

In apertura al presente scritto ci si è brevemente soffermati ad illustrare le c.d. “*cause tecniche*”⁴⁸⁵ della crisi globale che, a far tempo dal 2008, ha coinvolto i principali operatori dei mercati finanziari ed in particolari gli enti di credito. Tale premessa, ha quindi consentito di comprendere la *ratio* per cui i *CoCos* sono venuti ad esistenza proprio nel settore bancario ed ivi hanno conosciuto una normativa speciale di settore che li ha sostenuti ed in parte modellati nella loro struttura.

Ciò detto, si sono individuate tre diverse classi di “cause tecniche” della crisi, qui di seguito riproposte in forma schematica:

a) problemi di *corporate governance*, risultanti dal concorrere delle seguenti circostanze:

- i) eccessiva propensione al rischio da parte del *management*, che discende dalla non corretta impostazione dei sistemi di remunerazione e incentivazione (c.d. *stock option*);
- ii) conflitto d'interessi tra enti di credito ed agenzie di *rating* al fine di sottostimare i rischi assunti dalle prime;
- iii) negli istituti di credito c.d. “*too big to fail*”, incentivo in capo agli amministratori ad incrementare le posizioni di rischio nell'interessi dei soci e creditori al fine di accordare loro una maggior remunerazione di tali forme di

⁴⁸⁵ Riprendendo una classificazione di M. VITALE, *Passaggio al futuro*, p. 5 ss., per cause tecniche si intendono quelle che provano a spiegare le disfunzioni verificatesi nell'uso e abuso di vari strumenti e contratti bancari che hanno innescato la spirale delle insolvenze. In diversa prospettiva si pongono invece le cause sistemiche, le quali secondo S. ZAMAGNI, *Sistemi intelligenti*, n. 2, Bologna, agosto 2009, p. sono suddivise in tre categorie: i) il mutamento radicale che ha preso corpo negli ultimi trent'anni nel rapporto tra finanza e produzione dei beni e servizi, laddove esclusivo interesse degli amministratori è divenuta la produzione di ricchezza per i soci; ii) il diffondersi di una concezione errata in ordine alla valutazione e gestione dei rischi degli strumenti finanziari secondo cui possono essere costruiti portafogli di investimenti privi di rischio; iii) compatibilità tra la struttura capitalistica e strapotere dei grandi centri economici.

investimenti; di converso, disinteresse dei soci e creditori a monitorare i rischi effettivamente assunti in quanto confidano sull'esistenza di reti pubbliche di salvataggio.

b) problemi correlati al tempestivo risanamento degli enti di credito al conclamarsi della crisi:

- i) incremento del *risk shifting* (ovverosia, esecuzione di operazioni maggiormente rischiose in presenza di una condizioni di stress) in quanto i soci in ragione della responsabilità limitata non sopporteranno rischi oltre la misura del proprio investimento sicché il costo dell'eventuale fallimento è traslato sui creditori mentre l'eventuale plusvalenza netta (derivante dall'eventuale buon esito dell'operazione rischiosa) andrà a vantaggio degli stessi soci;
- ii) potenziale tendenza a non sfruttare le operazioni aventi un valore attuale netto positivo nel caso in cui i relativi profitti vadano ad esclusivo vantaggio dei creditori sociali (c.d. *debt overhang*).
- iii) disinteresse dei soci a sostenere la società mediante aumento del capitale, in quanto l'ammontare dei nuovi conferimenti andrebbe a vantaggio dei creditori sociali ed indisponibilità ad eventuali aumenti del capitale con l'ingresso di nuovi azionisti poiché ciò porterebbe ad una diluizione dei loro diritti.

c) problemi di interconnessione del mercato del credito, soprattutto, con riguardo agli enti di rilevanza sistemica o c.d. "*too big to fail*", in quanto l'eventuale fallimento di uno di questi ultimi andrebbe a riverberarsi negativamente sull'economia di un'intera nazione, ovvero, se del caso, anche con riflessi oltre gli stessi confini nazionali.

Per scongiurare il ripetersi dei medesimi errori e per agevolare il risanamento o la rapida risoluzione degli enti di credito si è quindi proposta, sotto varie forme, l'emissione di strumenti *contingent capital*; ovverosia, strumenti finanziari incorporanti un diritto di credito (*i.e.* debito per l'emittente) i quali, al verificarsi di una situazione di stress patrimoniale o finanziario dell'emittente, automaticamente si convertono in capitale di rischio o si svalutano nel loro valore nominale, in tal modo, permettendo la ricapitalizzazione formale di quest'ultimo.

La precipua caratteristica dei titoli *CoCos* è proprio quella di "intervenire" a rafforzare il patrimonio dell'emittente nel momento in cui ve n'è maggiormente bisogno, svolgendo quindi un "ruolo attivo" nel risanamento. In tale prospettiva, se ne apprezza anche la differenza rispetto al capitale di rischio il quale, in ragione della sua qualità di posta ideale di bilancio, svolge "un ruolo passivo" limitandosi a misurare il permanere della differenza convenuta (o quella minima imposta dalla legge) tra le componenti dell'attivo e di quelle del passivo, cosicché in caso di

violazione di tale soglia minima si rimette alla buona volontà dei soci e del mercato il suo ripristino (c.d. regola del “ricapitalizza o liquida”).

In altre parole, ancorché si imponessero agli enti di credito (o, più in generale, alle società) soglie elevate di capitale sociale, di fatto, non si otterrebbero i medesimi effetti ed obiettivi che si possono conseguire attraverso gli strumenti *CoCos*. Invero, il capitale sociale, oltre ad essere maggiormente oneroso poiché non beneficia del c.d. *tax shield*, ha una portata limitata in fase di attivo risanamento in quanto se la sua erosione rappresenta certamente un campanello d’allarme, tuttavia, la sua ricostituzione deve sempre passare per il consenso dei soci al ripristino e, in caso di indisponibilità di questi ultimi a sottoscriverlo, anche per la disponibilità del mercato a provvedere in tal senso.

Muovendo da tali premesse, sono quindi variegata le finalità sottese all’emissione di strumenti *contingent capital*:

- a) prima del verificarsi della crisi, riduzione della propensione al rischio e contingentamento del *moral hazard* in capo agli amministratori, ciò attraverso una rafforzata attività di controllo da parte dei *CoCos holders* che temono di perdere la loro pretesa creditoria, ovvero, da parte dei soci che – nel caso di *conversion into equity* *CoCos* – possono subire la rilevante diluizione dei loro diritti partecipativi;
- b) tempestiva segnalazione del rischio di *default* e rapida ricapitalizzazione dell’ente emittente allorché si verifichi il *trigger event* convenuto;
- c) per gli effetti, esclusione dell’intervento dei governi nazionali nel risanamento attraverso l’impiego di denaro pubblico (c.d. *bail-out*);
- d) sempre quale effetto, contenimento del rischio di contagio nei mercati finanziari e limitazione del rischio sistemico nella gestione della crisi, dovuto alla grande rapidità con cui i *CoCos* intervengono nel risanamento dell’ente.

L’interesse per gli strumenti *CoCos*, come si è visto, è maturato – per ragioni facilmente intuibili – nell’ambito delle imprese bancarie, il settore economico che maggiormente può necessitare e, di riflesso, beneficiare del ricorso a tale tipo di strumenti.

Ciò non di meno, merita di essere evidenziato che il loro utilizzo non può essere a priori escluso anche in altri contesti di mercato (ad esempio, imprese industriali quotate), ovvero, in chiave strumentale al perfezionamento di soluzioni negoziali alla crisi d’impresa (per esempio, mediante sottoscrizione da parte di soci o società controllanti di titoli *CoCos* che si trasformano in capitale di rischio o si svalutano nel loro valore nominale allorché non vengano conseguiti gli obiettivi di risanamento⁴⁸⁶).

⁴⁸⁶ In tal caso, l’effetto di risanamento sarebbe maggiormente spiccato rispetto ad una semplice subordinazione condizionata, atteso che in quest’ultimo caso in termini contabili permane sempre una

In siffatta prospettiva, nel primo paragrafo si è avuto modo di osservare quali siano gli elementi strutturali degli strumenti *Contingent Capital* e come possono in concreto declinarsi. In particolare e in forma estremamente schematica, si è individuata la seguente struttura:

- a) clausola di assorbimento delle perdite⁴⁸⁷, la quale può assumere le seguenti forme:
 - a. conversione in capitale di rischio (c.d. *conversion into equity*);
 - b. svalutazione del valore nominale (c.d. *write-down*);
- b) evento attivatore (c.d. *trigger event*)⁴⁸⁸ da cui discende l'innescò del meccanismo di assorbimento delle perdite, il quale può presentare le seguenti sottocategorie:
 - a. *trigger events meccanici* che a loro volta possono suddividersi nelle seguenti classi:
 - i. Eventi attivatori basati su valori contabili (*balance sheet trigger*);
 - ii. Eventi attivatori basati su valori di mercato (*market value trigger*)
 - b. *discretionary triggers* in cui l'evento attivatore ha luogo a seguito dell'accertamento di una situazione di crisi da parte di un soggetto terzo ed indipendente (di solito, un'autorità di risoluzione o di vigilanza);
 - c. *trigger events complessi* laddove l'evento attivatore dipende dal contestuale verificarsi di due *triggers* meccanici ovvero di uno meccanico ed uno discrezionale;
- c) definizione del rapporto di conversione⁴⁸⁹, nel solo caso di *conversion into equity CoCos*, che può assumere i seguenti due profili:
 - a. rapporto di conversione determinato all'atto dell'emissione;
 - b. rapporto di conversione determinato all'atto della conversione.

In tale eterogeneità di elementi che possono andare a comporre il “puzzle” dell'assetto negoziale dei *CoCos*, occorre ora interrogarsi se possa essere individuata, e quale sia, la struttura ottimale che questi ultimi debbano assumere.

Orbene, ad avviso di chi scrive, tenuto conto delle esternalità positive e negative che presenta ciascuna delle varie declinazioni degli elementi strutturali, nonché considerate le numerose ed eterogenee conclusioni raggiunte dalla letteratura accademica a tal proposito, deve ritenersi che non sia possibile individuare *ex ante* e in via astratta un modello “ottimale o standard” dei titoli *CoCos* in quanto la relativa struttura dovrà essere apprezzata in base al tipo di società (ad esempio, ente bancario o impresa industriale, oppure, società quotata o chiusa,

posta di debito, viceversa, negli strumenti *CoCos* ha luogo una vera e propria elisione di una quota del passivo.

⁴⁸⁷ Cfr. *supra* Cap. 1, par. 6.

⁴⁸⁸ Cfr. *supra* Cap. 1, par. 7.

⁴⁸⁹ Cfr. *supra* Cap. 1, par. 8.

compagine sociale parcellizzata ovvero particolarmente parcellizzata, ecc...) o all'effettivo contesto economico in cui vengono utilizzati (ad esempio, stati con una forte stabilità economica, ovvero, con precarie condizioni dei bilanci pubblici, ecc...).

In tal senso, milita poi l'ulteriore presa d'atto che la struttura è grandemente influenzata dai vantaggi di tipo economico, ovvero, degli interessi di tipo normativo che l'emittente può prefiggersi di conseguire.

Tale tema è stato approfondito in modo particolare nel secondo capitolo laddove ci si è soffermati a considerare le motivazioni che possono indurre una società a fare ricorso agli strumenti in parola. Segnatamente, si sono individuate (a) ragioni di ordine economico comuni a tutte le società e (b) ragioni di ordine normativo riscontrabili esclusivamente nell'ambito degli enti di credito.

Quanto al primo profilo si è apprezzato che gli strumenti *CoCos* sono in grado di ottimizzare al meglio “*la struttura patrimoniale*” delle società⁴⁹⁰, per le seguenti ragioni:

- a) attesa la natura di componenti di debito dei titoli *CoCos*, gli stessi si presentano come strumenti di finanziamento assai efficienti in quanto beneficiano della deducibilità degli interessi c.d. *tax shield* (godendo di un miglior trattamento fiscale rispetto al capitale di rischio) e, di converso, risultano assimilati a strumenti del capitale sociale da un punto di vista di incidenza sul rischio di insolvenza (ovvero, l'eventuale emissione massiva degli stessi non aumenta il rischio di insolvenza ma rende solo maggiormente probabile il verificarsi del *trigger event* a cui farà seguito la contestuale elisione delle relative voci di passivo, con parallela ricapitalizzazione formale dell'emittente);
- b) i *CoCo bonds* – a prescindere che siano configurati sotto forma di conversione diluitiva, ovvero, di conversione non diluitiva o con clausola di *write down* – sono idonei a ridurre, sebbene con intensità diversa a seconda della loro struttura, i c.d. *agency cost*⁴⁹¹;

⁴⁹⁰ Cfr. *supra* Cap. 2, par. 1.

⁴⁹¹ Nel caso di conversione diluitiva lo stesso management (sospinto anche dai soci di maggioranza) farà di tutto per scongiurare il verificarsi dell'evento attivatore al fine di non vedere mutata la compagine sociale di cui è esponente e, per gli effetti, evitare che i nuovi soci (tendenzialmente, non ben disposti in quanto divenuti tali in condizioni di crisi della società) possano revocarli e, se del caso, esercitare azioni di responsabilità nei loro confronti. In siffatta prospettiva, risulta quindi limitato il rischio che il management possa tenere un contegno ascrivibile al *debt overhang* in quanto, pur di evitare il verificarsi dell'evento conversione, proverà a sfruttare tutti gli investimenti che hanno un valore attuale netto positivo e parimenti sarà contenuto il *risk shifting* avendo interesse, da un lato, a limitare il ricorso all'indebitamento senior il quale andrebbe ad incentivare il verificarsi dell'evento attivatore, dall'altro, ad intraprendere solamente investimenti con un adeguato e ragionevole livello di rischio in quanto l'eventuale fallimento di un dato progetto industriale potrebbe far scattare il *trigger event*. Peraltro, come si è visto, tali conclusioni, sebbene in forma attenuata, possono essere confermate anche nei casi in cui si faccia ricorso a *CoCos* conversione non diluitiva o con clausola *write down* (in tal caso, il danno sarebbe

- c) dall'angolo visuale della “*pecking order theory*” l'emissione degli strumenti *Contingent Capital* può beneficiare di una collocazione intermedia tra le esternalità previste per i finanziamenti mediante debito e quelle individuate per il ricorso al capitale di rischio, atteso che, in ogni caso, la loro collocazione *ab origine* è tra le fonti di finanziamento esterne e tale residua nei casi *di write-down CoCos*, mentre per i *conversion into equity CoCos* la loro partecipazione al capitale di rischio è solo eventuale.

Quanto al profilo degli interessi di ordine normativo, si è rilevato che nell'ambito delle imprese bancarie l'emissione di titoli *CoCos* assume una rilevanza del tutto peculiare in quanto, allorché risultino rispettati i requisiti previsti dalla relativa legislazione speciale, gli strumenti in parola possono essere computati nel c.d. *Additional Tier 1* e concorrere a soddisfare i requisiti di patrimonializzazione individuati dal Regolamento UE 575/2013 (c.d. CRR)⁴⁹², ovvero, potranno essere qualificati come strumenti di *bail-in* contrattuale secondo quanto previsto dalla Direttiva 2014/59/UE (c.d. BRRD)⁴⁹³.

A tal riguardo, si sono formulate alcune annotazioni critiche rispetto alle scelte normative del legislatore comunitario.

In primo luogo, dopo aver illustrato l'articolata struttura del c.d. patrimonio di vigilanza degli enti di credito, si è osservato che la composizione qualitativa richiesta dalla nuova architettura regolamentare pone, anche con riguardo agli eventuali *buffer* di protezione del capitale⁴⁹⁴, maggior enfasi sul ruolo del *common equity* piuttosto che sugli strumenti *Contingent Capital*.

In particolare, sebbene risulti indubbia la primarietà del capitale sociale quale componente patrimoniale che gode di massima stabilità, ciò non di meno, con particolare riguardo ai *buffer* di protezione del capitale, si ritiene che tali tipi di riserve – in ragione delle loro presenza eventuale e provvisoria⁴⁹⁵ – si sarebbero potute costituire mediante strumenti *contingent capital* in quanto meno onerosi rispetto al capitale di rischio (in ragione della già detta deducibilità degli interessi) e maggiormente di flessibili (infatti i *CoCos* sono

prevalentemente di ordine reputazionale) e, in ogni caso, il timore di subire un grave pregiudizio alle proprie ragioni di credito indurrà i creditori *CoCos* ad esercitare un attento controllo sulle scelte gestionali del management così accollandosi parte dei costi di *monitoring*, di fatto rafforzando la c.d. “disciplina di mercato” sulla società.

⁴⁹² Cfr. *supra* Cap. 2, par. 5.2.

⁴⁹³ Cfr. *supra* Cap. 2, par. 11.

⁴⁹⁴ A tal riguardo, cfr. Cap. 2, par. 5. In ogni caso, per comodità di lettura, si evidenzia che i *buffer* di protezioni previsti dalla Direttiva 2013/36/UE (c.d. CRD) sono: i) *buffer* di conservazione del capitale; ii) *buffer* anticiclico; iii) *buffer* supplementare per i c.d. *Global Systemically Important Institution*.

⁴⁹⁵ Come si è visto *supra sub* Cap. 2, par. 5, i *buffer* a protezione del capitale devono essere costituiti al verificarsi di taluni presupposti puntualmente individuati dalla normativa di settore e la loro permanenza è strettamente correlata al persistere di tali circostanze.

maggiormente flessibili rispetto ai titoli di capitale sia con riguardo alle modalità di emissione sia con riferimento alle procedure di riscatto nel momento in cui vengano meno i presupposti per la costituzione delle riserve speciali)⁴⁹⁶.

In secondo luogo, relativamente all'uso degli strumenti *contingent capital* nella BRRD si osserva che anche in tale sede risulta particolarmente marginalizzato il loro ruolo; invero la direttiva ha privilegiato un criterio di individuazione delle passività assoggettabili al *bail-in* secondo lo schema del c.d. *Comprehensive Approach* piuttosto che al c.d. *Target Approach*⁴⁹⁷. Tale scelta, come si è osservato, può presentare numerose esternalità negative in quanto l'impossibilità in capo ai creditori di una banca di conoscere *ex ante* se e in che termini la loro pretesa creditoria possa essere o meno assoggetta al *bail-in* fa sì che le banche emittenti in futuro dovranno accordare un tasso d'interesse più elevato in sede di raccolta del risparmio, al fine di remunerare l'incertezza che si accolla l'investitore in ordine alla restituzione di quanto apportato; parimenti, si è osservato che l'effettiva applicazione su larga scala dello strumento del *bail-in* può essere fonte di particolare pregiudizio per l'intera classe dei creditori degli enti di credito i quali, ignari della falciabilità della loro pretesa creditoria (ad esempio, obbligazionisti senior o anche, più semplicemente, correntisti con saldo a credito superiore ad Euro 100.000,00), possono vedersi svalutata una quota dei propri attivi patrimoniali.

In tal senso, si ritiene, che in ragione del ruolo strategico svolto dagli enti bancari nella circolazione del bene – denaro nonché nell'attività di raccolta del risparmio privato (costituzionalmente tutelato ai sensi dell'art. 47 Cost.), sarebbe stato maggiormente opportuno aderire allo schema del c.d. *Target Approach* di modo che attraverso l'emissione di passività c.d. *bail-inable*, secondo lo schema degli strumenti *CoCos*, fossero individuati *ex ante* i creditori chiamati ad accollarsi gli eventuali costi dell'insolvenza.

Tirando le file di quanto esaminato nel primo e nel secondo capitolo, da ultimo si è provato ad indagare quale possa essere la funzione economica sottesa agli strumenti *CoCos* nonché quali siano gli strumenti finanziari (intesi in senso atecnico) in cui tali titoli possano essere “confezionati” e, per gli effetti, quali siano i profili di disciplina ad essi applicabili.

Sebbene il primo tipo di indagine, come si è suo tempo osservato, abbia portata prevalentemente dogmatica attesa la neutralità causale dei titoli finanziari cartolarizzati, si è pervenuti alla conclusione che gli strumenti *CoCos* paiano in larga parte soddisfare una

⁴⁹⁶ In ordine all'opportunità di privilegiare il ricorso agli strumenti *Contingent Capital* piuttosto che agli strumenti di capitale, si veda C.W. CALOMIRIS – R.J. HERRING, *Why and How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement*, cit., p. 6 ss. Tuttavia, in senso contrario si segnala: A.R. ADMATI– P.M. DEMARZO– M.F. HELLWIG – P. PFLEIDERER, *Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Expensive*, marzo 2011, disponibile al sito www.ssrn.com; H.J. ALLEN, *Cocos Can Drive Markets Cuckoo*, cit., 2012, p. 125 ss.;

⁴⁹⁷ Cfr. *supra* Cap. 2, par. 9.1.

“funzione atipica di assicurazione”⁴⁹⁸ laddove attraverso la loro emissione si mira a trasferire in modo consensuale parte del rischio d’impresa in capo all’investitore il quale a fronte di una remunerazione periodica accetta – subordinatamente al verificarsi del *trigger event* – il rischio di dover rinunciare al diritto al rimborso del capitale, così favorendo la ricapitalizzazione formale dell’emittente.

A tal proposito, si è però osservato che nei c.d. *CoCos* Bancari, la facoltà in capo all’ente emittente di annullare la remunerazione periodica (i.e. il premio per il rischio assunto finisce per snaturare anche la funzione assicurativa in quanto si potrebbe assistere ad un apporto gratuito di capitale a cui è associato il rischio di perdere il diritto al rimborso. In questo caso, si è quindi di fronte ad un’ipotesi di prestito c.d. “a tutto rischio” che si caratterizza per il collegamento negoziale tra un mutuo ed una donazione sotto condizione sospensiva nel caso di *write-down CoCos*, ovvero, tra un mutuo e una permuta sospensivamente condizionata nel caso di *conversion into equity CoCos*.

Muovendo da tali conclusioni si è quindi passati a considerare quali siano gli strumenti finanziari – fra l’ampia gamma che la disciplina societaria mette oggi a disposizione – che possono ospitare i titoli *CoCos*. Dopo aver preso in esame quali siano gli elementi tipici della fattispecie obbligazionari in senso proprio (art. 2411, primo comma, c.c.)⁴⁹⁹ e degli strumenti para-obbligazionari (art. 2411, terzo comma, c.c.)⁵⁰⁰, si è ritenuto di computare i *CoCos* in tale ultima categoria, atteso che il *trigger event* nei termini di cui sopra non è altro che una condizione che riflette l’andamento economico della società il cui verificarsi elide (o modifica temporaneamente) il diritto al rimborso del capitale⁵⁰¹.

Diretta conseguenza di tale conclusione, in ossequio a quanto previsto dall’art. 2411, terzo comma, c.c., è l’applicabilità della disciplina obbligazionaria a tutti gli strumenti *CoCos* la quale presenta elementi di specialità allorché questi ultimi vengano o meno emessi da enti di credito (art. 12 TUB).

In particolare, ci si è soffermati ad approfondire i profili relativi (a) alla competenza all’emissione dei titoli *CoCos*, con approfondimenti in ordine all’obbligo di offrire in opzione gli stessi nel caso in cui sia prevista la conversione in capitale di rischio⁵⁰², nonché (b) ai limiti all’emissione⁵⁰³.

Con riguardo al primo punto, dopo aver individuato la *ratio* sottesa alla diversa competenza organica all’emissione di obbligazioni in senso stretto e di quelle convertibili, si è

⁴⁹⁸ Cfr. *supra* Cap. 3, par. 2.

⁴⁹⁹ Cfr. *supra* Cap. 3, par. 3.1.

⁵⁰⁰ Cfr. *supra* Cap. 3, par. 3.2.

⁵⁰¹ Cfr. *supra* Cap. 3, parr. 3.3. e 3.4.

⁵⁰² Cfr. *supra* Cap. 3, par. 4.1.

⁵⁰³ Cfr. *supra* Cap. 3, par. 4.2.

ritenuto che competente all'emissione dei *CoCos* con clausola *write-down* o degli strumenti di *bail-in* contrattuale sia sempre l'organo amministrativo il quale ha una competenza originaria ma non esclusiva (in quanto avocabile dall'assemblea dei soci) nelle società di diritto comune, mentre ha una competenza inderogabile nelle società esercenti attività bancaria (così come previsto dall'art. 12 TUB).

Al contrario, nel caso di strumenti *CoCos* con clausola *conversion into equity* competente all'emissione⁵⁰⁴ – analogicamente con quanto previsto dall'art. 2420 *bis* c.c. con riguardo alle obbligazioni convertibili – è l'assemblea dei soci (in forma straordinaria) la quale dovrà altresì procedere al contestuale aumento del capitale ai fini dell'emissione delle azioni di compendio. In tal caso, attesa l'incidenza che l'eventuale conversione produce sulla struttura dell'organizzazione sociale, si osserva – in chiave analogica con quanto previsto dall'art. 2441, primo comma, c.c. – che i titoli *CoCos* di nuova emissione debbano essere sempre offerti in opzione agli azionisti della società.

Con riguardo al secondo profilo, si è invece ritenuto opportuno procedere ad un esame separato del tema dei limiti all'emissione di cui all'art. 2412 c.c. in base alle qualifiche soggettive dell'emittente: vale a dire, società di diritto comune, ovvero, enti di credito.

In quest'ultimo caso, conformemente a quanto previsto dall'art. 12 TUB, non sono riscontrabili limiti all'emissione dei *CoCos* sia qualora incorporino una clausola *write-down* sia nel caso di *conversion into equity CoCos*.

Quanto invece alle società di diritto comune si è ritenuto dover accertare due diverse ipotesi: i *write-down CoCos* dovranno attenersi alla disciplina dei limiti all'emissione di cui all'art. 2412, primo comma, c.c. in quanto non pare ravvisabile circostanza che legittimi una deroga a tale principio. Viceversa, attesa la portata della novella di cui all'art. 2412, quinto comma, c.c. che esclude dall'obbligo di rispettare il limite di cui al primo comma di detta norma nel caso di obbligazioni destinate a convertirsi in capitale di rischio, si ritiene che i *Conversion into equity CoCos* non siano assoggettati ad alcun limite di emissioni.

⁵⁰⁴ Così come previsto per le obbligazioni convertibili in senso stretto, *ex art. 2420 ter* c.c. si ritiene ammissibile la concessione della delega all'aumento del capitale all'organo gestorio.

BIBLIOGRAFIA

DOTTRINA

- AA.VV., *Report to Congress on Study of a Contingent Capital Requirement for Certain Nonbank Financial Companies and Bank Holding Companies*, Financial Stability Oversight Council, luglio 2012;
- ABRIANI N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2002, p. 131 ss.;
- ACCETTELLA F., *L'Accordo di Basilea III*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2013, p. 466;
- ADMATI A.R. – DE MARZO P.M. – HELLWIG M.F. – PFLEIDERER P., *Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Expensive*, marzo 2011, disponibile al sito www.ssrn.com;
- AKERLOF G.A., *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1970, p. 488 ss.;
- ALLEN H.J., *Cocos Can Drive Markets Cuckoo*, in *The Lewis & Clark Law Review*, 2012, p. 139 ss.;
- ALPA G., *La riforma del diritto societario. Percorsi di lettura*, in *Rivista di diritto privato*, 2003, p. 221;
- ASQUITH P. – MULLINS D.W. JR., *Equity Issues and Offering Dilution*, in *Journal of Financial Economics*, 1986, p. 61 ss.;
- ASSOCIATION OF BRITISH INSURERS, *The Abi's Response to Dg Internal Market Services: Technical Details Of a Possible Eu Framework for Bank Recovery and Resolution 5-6*, 2011, disponibile al sito www.abi.org.uk;
- ATLANTE N. – RUOTOLO A., *Le modifiche ai limiti all'emissione del prestito obbligazionario (il nuovo comma 5 dell'art. 2412 c.c.)*, in *Consiglio Nazionale del Notariato*, Studio n. 143-2014, p. 1 ss.;
- AVDJIEV S.– KARTASHEVA A.– BAGDANOVA B., *CoCos: a primer*, in *BIS Quarterly Review*, 2013, disponibile al sito www.ssrn.com;
- BATES C. – GLEESON S., *Legal aspects of bank bail-ins*, *Law and Financial Markets Review*, Luglio 2011;
- BEBCHUCK L.A. – SPAMANN H., *Regulating Bankers' Pay*, in *Georgetown Law Journal*, 2010, p. 247 ss.;

- BEBCHUK L.A. – COHEN A. – SPAMANN H., *The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000–2008*, in *Yale Journal on Regulation*, 2010, p. 257 ss.;
- BELVISIO U., *Delega per gli aumenti del capitale sociale e riforma organica della società di capitali*, in *Rivista delle società*, 2004, p. 1325;
- BENEDETTO XVI, *Caritas in Veritate*, Città del Vaticano, 2009;
- BIANCA M., *Diritto Civile – Il Contratto*, Milano, 2006;
- BISMUTH R., *The Independence of Domestic Financial Regulators: An Underestimated Structural Issue in International Financial Governance*, in *Goettingen Journal of International Law*, 2010, p. 93 ss.;
- BLANDINI A., *commento sub art. 12*, in *Commentario al Testo Unico Bancario*, a cura di M. Porzio, F. Belli, G. Losappio, M. Rispoli Farina, V. Santoro, Milano, 2010, p. 137 ss.;
- BLINDER A.S., *Crazy Compensation and the crisis*, in *Wall Street Journal*, 28 maggio 2009;
- BOATTO S., *Brevi note in materia di subordinazione volontaria dei crediti e crisi dell'impresa*, in *La ristrutturazione dei debiti civili e commerciali*, a cura di S. Bonfatti e G. Falcone, Milano, 2011, p. 214 ss.;
- BONFATTI S., *Strumenti «ibridi» di patrimonializzazione, prestiti subordinati e crisi dell'impresa bancaria*, in AA.VV., *L'innovazione finanziaria. Gli amici in memoria di Gabriele Berrione*, Milano, 2003, p. 307 ss.;
- BRUMMER C., *Why Soft Law Dominates International Finance – And Not Trade*, in *International Law in Financial Regulation and Monetary Affairs*, a cura di T. Cottier, J.H. Jackson e R.M. Lastra, Oxford, 2012, p. 98 ss.;
- BUONOCORE V., *Postilla in tema di attività bancaria*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1976, p. 817;
- CALOMIRIS C.W. e HERRING R. J., *Why and How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement*, 2011, disponibile al sito www.ssrn.com;
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto Commerciale 2 – Diritto delle Società*, Milano, 2013;
- CAMPOBASSO G.F., *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, a cura di G.B. Portale, Milano 1983, p. 350;
- CANESTRI D. – AMADEI L., *Reverse convertible: costruzione e analisi degli effetti sul mercato dei titoli sottostanti*, in *Quaderni di finanza Consob*, n. 48, maggio 2001;

- CARRESI F., *Il comodato. Il mutuo*, Torino, 1957;
- CAVALLO BORGIA R., *Società per azioni – Delle obbligazioni, Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Bologna, 2005;
- CHEN N. – GLASSERMAN P. –NOURI B. –PELGER M., *Contingent Capital, Tail Risk and Debt-Induced Collapse*, 2013, disponibile al sito www.ssrn.com;
- CIAN M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella “nuova” s.p.a.*, in AA. VV., *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretta da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, p. 738 ss.;
- CIELLINO M., *Credit Suisse al test dei CoCo bond*, in *Il sole 24 ore*, 15 febbraio 2011;
- COFFEE J.C. JR., *Systemic risk after Dodd-Frank: Contingent capital and the need for regulatory strategies beyond oversight*, in *Columbia Law Review*, 2010, p. 798 ss.;
- COHEN A., *Rating Shopping in the CMBS Market, working paper*, Ottobre 2011, disponibile al sito www.federalreserve.gov;
- COLAVITTI G., *Profili costituzionali della vigilanza bancaria (Autonomia dell’impresa bancaria e crisi di sistema)*, disponibile al sito www.associazionedeicostituzionalisti.it;
- COLOMBO G.E., *Associazione in partecipazione, prestiti subordinati ed iscrizione in bilancio, Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, a cura di G.B. Portale, Milano 1983, p. 345 ss.;
- COSTI R., *L’ordinamento bancario*, Bologna, 2012;
- CUSA E., *Gli strumenti ibridi della banche*, working paper, 2010, disponibile al sito www.orizzontideldirittocommerciale.it;
- DAGNINO F., *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, p. 426 ss.;
- DE ACUTIS M., *L’associazione in partecipazione*, Milano, 1999;
- DE SPIEGELEER J. – SCHOUTENS W., *CoCo Bond with Extension Risk*, 2014, disponibile al sito www.ssrn.com;
- DE SPIEGELEER J. – SCHOUTENS W., *Multiple Trigger CoCos: Contingent Debt Without Death Spiral Risk*, in *Financial Markets, Institution & Instruments*, New York, 2013, p. 129 ss.;
- DE SPIEGELEER J. – SCHOUTENS W., *Pricing Contingent Convertibles: A Derivatives Approach*, *Katholieke Universiteit Leuven*, 2011, disponibile al sito www.ssrn.com;

- DENOZZA F., *A che serve il capitale sociale? (Piccole glosse a L. Enriques – J.R. Macey, creditors Versus capital Formation: the case against the european Legal capital Rules)*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2002, 585 ss.;
- DENOZZA F., *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2006, 489 ss.;
- DG INTERNAL MARKET & SERVICES, *Technical Details of a possible eu framework for bank recovery and resolution: working document 1*, 2011, disponibile al sito www.ec.europa.eu/internalmarket/consultations;
- DI GIROLAMO F. – CAMPOLONGO F. – DE SPIEGELEER J. – SCHOUTENS W., *Contingent Conversione Convertible Bond: New avenue to raise Bank capital*, 2012, disponibile al sito www.ssrn.com;
- DI SABATO F., *Diritto delle società*, Milano, 2003;
- DIALTI F., *Principali differenze e somiglianze tra standards e norme aventi valore di legge nel settore della regolamentazione finanziaria*, in *Diritto commerciale internazionale*, 2005, pag. 535 ss.;
- DICKSON J., *Protecting banks is best done by market discipline*, in *Financial Time*, 8 aprile 2010;
- DONALDSON G., *Corporate debt policy and the determination of the corporate debt capacity*, Harvard Graduate School of Business Administration, Boston, 1961;
- DONATIVI V., *Le obbligazioni di s.p.a.*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Padova, 2011, p. 191;
- DUDLEY W., *“Some Lessons from the Crisis”* – Remarks at the Institute of International Bankers Membership Luncheon, New York City, 13 ottobre 2009;
- DUFFIE D., *Contractual Methods for Out-of-Court Restructuring of Systemically Important Financial Institutions*, Submission Requested by U.S. Treasury Working Group on Bank Capital, 2009;
- ENRIQUES L. – MACEY J.R., *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, in *Cornell Law Review*, 86, 2001, 1165 ss.;
- ENRIQUES L., *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2005, 607 ss.;
- ERIKSSON A. – MCVEA H., *The vexed issue of bankers’ pay: is it now time for cocos?*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2013, p. 103;
- FAMA E. – FRENCH K., *Taxes, Financing Decisions, and Firm Value*, in *Journal of Finance*, 1998, p. 819 ss.;

- FAMA E. – FRENCH K., *Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt*, in *Review of Financial Studies*, 2002, p. 1 ss.;
- FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in AA. VV., *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di Montagnani, Milano, 2004;
- FERRI G., *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, fondato da F. Vassalli, Torino, 1985;
- FERRO LUZZI P. – CHIAPPETTA F., *Fusione e prestiti obbligazionari di società per azioni*, in *Rivista delle società*, 2005, p. 139;
- FINMA (Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari), *Addressing “Too Big To Fail” – The Swiss SIFI Policy*, 23 giugno 2011, p. 11, disponibile al sito www.finma.ch;
- FINMA (Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari), *Addressing “Too Big To Fail”*, 23.6.2011, disponibile al sito <http://www.finma.ch>;
- FLANNERY M., *Contingent Capital Instrument for Large Financial Institutions: A Review of the Literature*, 2013, disponibile al sito www.ssrn.com;
- FLANNERY M.J., *Stabilizing large financial institution with contingent capital certificates*, Working Paper, 2009, p. 20
- FRÉ G., in *Società per azioni – commento sub art. 2325-2461*, *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Bologna, 1951;
- FRENCH K.R. – BAILY M.N. – CAMPBELL J.Y. – COCHRANE J.H. – DIAMOND D.W., *The Squam Lake Report: Fixing the Financial System*, 2010, Princeton University Press, p. 86 ss.;
- FUERTES A. – ROMO L., *Global funding trends on the capital markets in 2013*, in *Banco de España - economic bulletin*, febbraio 2014, disponibile al sito www.bde.es;
- GALGANO F., *Prefazione*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell’economia, La Costituzione economica*, Padova, 1977;
- GALLETTI D., *“Elasticità” della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1997, p. 239 ss.;
- GIAMPICCOLO G., *Comodato e mutuo*, Milano, 1972;
- GIANNELLI A., *Le obbligazioni ibride*, Milano, 2013;
- GIORGIANNI F. – TARDIVO C.M., *Manuale di diritto bancario e degli operatori finanziari*, Milano 2012;
- GLOVER J., *Bank of America Compiling Index for CoCo Bond Performance*, 9 gennaio 2014, disponibile al sito www.bloomberg.com;

- GLOVER J., *CoCo Market Seen Swelling to \$80 Billion on Banks' Review*, 3 settembre 2014, disponibile al sito www.bloomberg.com;
- GRAHAM J.R., *How Big Are the Tax Benefits of Debt?*, in *Journal of Finance*, 2000, p. 1901 ss.;
- GROSSMAN R.S. – IMAI M., *Contingent capital and bank risk taking among British banks before the First World War*, in *Economic History Review*, 2013, p. 132 ss.;
- GROSSMAN R.S., *The evolution of double liability in american banking 1865-1930*, ottobre 2002, in *Explorations in Economic History*, p. 59 ss.;
- HAENTJENS M., *Bank Recovery and Resolution: an overview of international initiatives*, 8 luglio 2014, disponibile al sito www.ssrn.com;
- HART O. – ZINGALES L., *A New Capital Regulation for Large Financial Institutions*, in *American Law and Economics Review*, 2011, p. 453 ss.;
- HENKEL C.K. – KAAL W.A., *Contingent Capital in European Union Bank Restructuring*, in *Northwestern Journal of International Law & Business*, 2011-2012, p. 191 ss.;
- HILSCHER J. – RAVIV A., *Bank stability and market discipline: The effect of contingent capital on risk taking and default probability*, working paper, settembre 2012, disponibile al sito www.ssrn.com;
- HISCOCK D., *International Capital Market Association, Response Submission Re: European Commission Consultation Paper-Technical Details Of A Possible European Crisis Management Framework 1-2*, 2011, disponibile al sito www.icmagroup.org;
- HO DANIEL E., *Compliance and International Soft Law: Why Do Countries Implement the Basle Accord?*, *Journal of International Economic Law*, 2002, p. 647 ss.;
- HUERTAS T., *“Too Big to Fail, Too Complex to Contemplate: What to Do about Systemically Important Firms”*, paper presentato al Financial Markets Group, London School of Economics, 15 settembre 2009;
- INTERNATIONAL MONETARY FUND, *European Commission Consultation: Technical Details Of A Possible Eu Framework For Bank Recovery And Resolution*, 2011, disponibile al sito www.imf.org;
- JACKSON T.H. – SCHWARTZ A., *Vacuum of Fact or Vacuous Theory: A Reply to Professor Kripke*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 1991, p. 987 ss.;
- JENSEN M. – MECKLING W., *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, p. 305 ss.;

- JOOSEN B. P.M., *Bail in mechanisms in the Bank Recovery and Resolution Directive*, working paper, disponibile al sito www.ssrn.com;
- KAAL W.A. – HENKEL C.K., *Contingent Capital with Sequential Triggers*, in *San Diego Law Review*, 2012, p. 221 ss.;
- KAAL W.A., *Initial reflection on on the Possible Application of Contingent Capital in Corporate Governance*, in *Notre Dame Journal of Law, Ethics & Public Policy*, p. 300 ss.;
- KAAL. W.A., *Contingent Capital in executive compensation*, in *Washington and Lee Law Review*, 2012, p. 1827 ss.;
- KAPLAN S.N., *Should Banker Pay Be Regulates?*, in *The Economists' Voice 2.0: The Financial Crisis, Health Care Reform, and More*, a cura di A.S. Edlin e J.E. Stiglitz, New York, 2012, p. 101;
- LA SALA E. – BRUNO F., *Dall'obbligazione plain vanilla all'obbligazione strutturata*, in *Le Società*, 2009, p. 689 ss.;
- LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001;
- LANDSKRONER Y. – RAVIV A., *The 2007-2009 Financial Crisis and Executive Compensation: an Analysis and a Proposal for a Novel Structure*, working paper, maggio 2010, disponibile al sito www.eurofidai.org;
- LIBONATI B., *Scritti Giuridici*, Milano, 2013;
- LINCiano N., *La crisi dei mutui subprime - problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le autorità di vigilanza*, in *Consob - Quaderni di Finanza*, 2008, disponibile al sito: www.consob.it;
- LO PO' L.A., *I nuovi strumenti ibridi di capitale tra implicazioni regolamentari e questioni di diritto societario*, in *Rivista di Diritto Bancario*, disponibile al sito www.dirittobancario.it;
- LUCCHETTI A. –NG S., *'Ratings Shopping' Lives as Congress Debates a Fix*, in *Wall Street Journal*, 24 maggio 2010;
- LUMINOSO A., *I contratti tipici e atipici*, Milano, 1995;
- LUONI S., *Obbligazioni. Strumenti finanziari. Titoli di debito nelle società di capitali*, Bologna, 2010, p. 26;
- MARCHETTI P.G., *Le obbligazioni nel Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *Banca Borsa e titoli di credito*, 1998, p. 489 ss.;

- MARCHETTI P.G., *Le obbligazioni*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, a cura del Consiglio Notarile di Milano, Milano, 2003;
- MASTERS B. – NASIRIPOUR S., *US banks call for easing of Basel III*, in *Financial Times*, 16 dicembre 2011;
- MASULIS R.W., *The Effects of Capital Structure Change on Security Prices: A Study of Exchange Offers*, in *Journal of Financial Economics*, 1980, p. 139 ss.;
- MCDONALD R.L., *Contingent Capital with a Dual Price Trigger*, in *Journal of Financial Stability*, 2013, p. 232;
- MIGNONE G., *Nuovi istituti per il finanziamento societario e associazione in partecipazione*, in *Rivista delle società*, 2006, p. 1032;
- MILLER M. – MODIGLIANI F., *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A correction*, in *American Economic Review*, 1963, p. 433 ss.;
- MISHKIN F.S., *The Economist of Money, Banking and Financial Markets*, Columbia University, 1992, p. 343;
- MODIGLIANI F. – MILLER M., *The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*, in *American Economic Review*, 1958, p. 261 ss.;
- MONTESANO A., *Emissioni di obbligazioni: limite del capitale sociale e bilancio ex art. 2410 c.c.*, in *Società*, 1996, p. 529 ss.;
- MOODY'S, *Rating Methodology: Global Banks*, 16 luglio 2014, disponibile al sito www.moodys.com;
- MYERS S.C. – MAJLUF N.J., *Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have information That Investors Do Not Have*, in *Journal of Financial Economics*, 1984, p. 187 ss.;
- NOTA ANONIMA, *Distress-Contingent Convertible Bonds: A Proposed Solution to the Excess Debt Problem*, in *Harvard Law Review*, 1991, p. 1859 ss.
- OFFICE OF SUPERINTENDENT OF FINANCIAL INSTITUTIONS (OSFI), “*Advisory: Non-Viability Contingent Capital*”, agosto 2011, disponibile al sito www.osfi-bsif.gc.ca;
- PACIELLO A., *La struttura finanziaria della società per azioni e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2002, p. 279 ss.;
- PADOA SCHIOPPA T., *La veduta corta*, Bologna, 2009;
- PAZARBASIOGLU C. – ZHOU J. – LE LESLÉ V. – MOORE M., *Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features*, in *International Monetary Found Discussion Note*, gennaio 2011, disponibile al sito <https://www.imf.org>;

- PENNACCHI G. – VERMAELEN G. – WOLF C.P., *Contingent Capital: The Case for COERCs*, 2010, disponibile al sito www.lse.ac.uk;
- PENNACCHI G. – VERMAELEN G. – WOLF C.P., *Contingent Capital: The Case for COERCs*, 2011, disponibile al sito www.lse.ac.uk;
- PENNACCHI G. – VERMAELEN G. – WOLF C.P., *Contingent Capital: The Case for COERCs*, 2013, disponibile al sito www.lse.ac.uk;
- PETTITI D., *I titoli obbligazionari della società*, Milano, .1964, p. 110;
- PORTALE G.B., “*Prestiti subordinati*” e “*prestiti Irredimibili*” (Appunti), in *Banca borsa e titoli di credito*, 1996, p. 1 ss.;
- PORTALE G.B., *Tra «deregulation» e crisi del diritto azionario*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, Milano 1998, p. 374 ss.;
- RAJAN R., *More Capital Will Not Stop the Next Crisis*, in *Financial Times*, 1 ottobre 2009;
- RAUH J.D. – SUFI A., *Capital Structure and Debt Structure*, Working Paper, febbraio 2010, disponibile on line al sito www.ssrn.com;
- Redazione, *Usa, le norme di Basilea III non operative a gennaio 2013*, in *Milano Finanza*, 9 novembre 2012;
- SCHMID M., *Investing in Contingent Convertible*, *Credit Suisse*, 2014, p. 3, disponibile al sito www.credit-suisse.com;
- SELLERI L., *La rilevanza della resilienza nel processo evolutivo del risk management: sfide ed opportunità per le imprese di assicurazione*, in *Diritto economia delle assicurazioni*, 2011, p. 1419 ss.;
- SFAMENI P., *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008;
- SORRENTINO S., *Basilea III e Contingent Capital: Occasione mancata o falsa panacea?*, in *Banca Impresa Società*, 2012, p. 25 ss.;
- SPIEGELEER J.DE –SCHOUTENS W., *CoCo Bonds with Extension Risk*, 2014, disponibile al sito www.ssrn.com;
- SQUAM LAKE WORKING GROUP, *An Expedited resolution mechanism for distressed financial firms: Regulatory hybrid securities*, Concil on Foreign Relations, aprile 2009;
- STANGHELLINI L., *Directors’ Duties and the Optimal Timing of Insolvency. A Reassessment of the “Recapitalize or Liquidate” Rule*, in *Diritto delle società oggi*, a cura di P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca, Torino, 2011, p. 733 ss.;
- STRONGIN S. – HINDLIAN A. – LAWSON S., *Ending “too big too fail”*, Goldman Sachs Global Market Institute, 2009;

- SUNDARESAN S. –WANG Z., *Design of Contingent Capital with stock price trigger for conversion*, 2010, disponibile al sito www.ssrn.com;
- SWISS STATE SECRETARIAT FOR INTERNATIONAL FINANCIAL MATTERS, *Too big to fail – Economic Risks posed by big banks*, 2011-2013, disponibile al sito <http://www.sif.admin.ch>;
- SZEGO G. – PARIS F. - ZAMBURO G., *Mercati finanziari e attività bancaria internazionale*, Bologna, 1988;
- TETI R., *Il mutuo*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Torino, 1985;
- THOLE C., *Bank Crisis Management and Resolution*, 22 giugno 2014, disponibile al sito www.ssrn.com;
- TORRENTE A. – SCHLESINGER P., *Manuale di Diritto Privato*, Milano, 2009;
- TULLIO A., *La postergazione*, Padova, 2009;
- VANONI S., *I à crediti subordinati*, Torino, 2000;
- VATTERMOLI D., *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, Milano, 2012;
- VELLA F., *Attività bancaria internazionale e sistemi di vigilanza: la nuova disciplina comunitaria*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1995, p. 749 ss.;
- VITALE M., *Passaggio al futuro – Oltre la crisi attraverso la crisi*, Milano, 2010;
- VITALE P., *Attività intermediaria nella circolazione del “denaro”*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1963, p. 65 ss.;
- VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale*, vol. I, Milano, 1912;
- VON FURSTENBERG G. M., in *Mega-Banks’ Self-Insurance with Cocos: a work in progress*, Hong Kong Institute for Monetary Research, 2012, disponibile al sito www.ssrn.com;
- VON FURSTENBERG G.M., “*Concocting Marketable Cocos*”, HKIMR Working Paper No. 22/2011, Hong Kong Institute for Monetary Research, luglio 2011, disponibile al sito www.ssrn.com;
- WEIGMANN R., *Le obbligazioni convertibili perdono il diritto di opzione*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2012, p. 339 ss.;
- WHITTAKER T., *Bank of Cyprus CoCoCo exchange offer arouses curiosity*, 11 maggio 2011, disponibile al sito <http://www.risk.net>.

GIURISPRUDENZA

- Corte di Giustizia dell'Unione Europea, 18 dicembre 2008, n. C-338/2006
- Cass. 16 novembre 1985, n. 5631
- Cass. 10 febbraio 2004, n. 2497