

DALL'OBBLIGAZIONE *PLAIN VANILLA* ALL'OBBLIGAZIONE STRUTTURATA*

* Il presente saggio è stato redatto per la rivista *Le Società* ed ivi è pubblicato, 2009

DI EMILIANO LA SALA E FERDINANDO BRUNO

Introduzione

Le obbligazioni societarie sono titoli di credito (al portatore o nominativi) rappresentativi di frazioni di eguale valore nominale ed aventi uguali diritti di un'unica operazione di finanziamento a titolo di mutuo¹ (o, più in generale, avente causa di finanziamento), di ammontare predeterminato ed assoggettata a regolamentazione convenzionale uniforme. La tipologia «normale» di obbligazione, prevista dal legislatore del '42, è quella che attribuisce all'obbligazionista il diritto di credito nella stessa incorporato che è diritto alla percezione periodica dell'interesse, ove previsto ed alla restituzione del capitale a scadenza.

In particolare si tratta di (i) titoli a letteralità incompleta o di rinvio, in quanto la letteralità del titolo non viene meno quando lo stesso faccia riferimento ad altre fonti regolamentari; (ii) titoli a causalità apparente o in senso debole, in quanto essa non impedisce che l'emissione dei 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 posto in essere tra emittente e primo prenditore. Dovrà infatti ritenersi che la causalità dei titoli obbligazionari è riconducibile unicamente all'assoggettamento *ex lege* del credito cartolare alla disciplina del mutuo, a prescindere dalla circostanza che esista o meno nello specifico una causa di mutuo².

Rispetto a tale originaria nozione, le obbligazioni hanno subito nel corso degli anni una progressiva evoluzione nel segno di quello che è stato definito un progressivo processo di «scoloritura» delle stesse verso un

¹ Secondo la nota definizione di Campobasso, *Diritto Commerciale*, 6° edizione, vol. II, 518.

² Campobasso, *Le Obbligazioni*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, vol. 5, Torino, 386.

avvicinamento, anche sotto l'aspetto strutturale, ai titoli di capitale³ e, più in generale, a favore di una maggiore flessibilità della categoria. Tale processo, come sottolineato da più autori, è stato in larga parte il risultato di una continua evoluzione della prassi commerciale e il frutto del recepimento delle istanze del mercato e dei risparmiatori⁴. La prima tappa di tale evoluzione e dell'avvicinamento della categoria dei titoli di debito a quelli di capitale è stata segnata dalla mini riforma del '74 e dall'introduzione delle obbligazioni convertibili in azioni (che attribuiscono all'obbligazionista la posizione di attuale creditore della società e suo potenziale futuro azionista), unitamente alle azioni di risparmio (prive del diritto di voto ma dotate di privilegi patrimoniali finalizzati a compensare tale menomazione).

Il passo successivo compiuto dalla riforma del 2003 è stato quello del riconoscimento della legittimità di alcuni tipi speciali di obbligazioni⁵. La riforma ha inteso infatti conferire piena legittimità ad alcune tipologie di obbligazioni le cui caratteristiche mirano nella maggior parte dei casi ad incrementare l'appetibilità di tali titoli agli occhi dei risparmiatori. Se, infatti, come s'è visto, le uniche ad essere previste e disciplinate dall'ordinamento erano le obbligazioni convertibili in azioni con procedimento diretto, il Legislatore ha colto l'occasione della summenzionata riforma per estendere l'area dei tipi disciplinati (o, meglio, esplicitamente ammessi, considerando che non vengono dettate specifiche regole), così ulteriormente confermando e in certi casi estendendo l'elasticità della fattispecie obbligazionaria.

La pratica, infatti, al fine di incentivare la propensione dei risparmiatori verso tali strumenti, ha creato e crea continuamente tipi speciali di obbligazioni che sono caratterizzati dalla «diversità» dei diritti ad essi attribuiti. Le combinazioni sono molteplici, così come le finalità perseguite. Secondo un'autorevole dottrina⁶ sono identificabili le seguenti tipologie di obbligazioni «speciali»: le obbligazioni a premio (che prevedono, oltre che interessi prestabiliti, anche utilità aleatorie che vengono attribuite con sorteggio o altro sistema)⁷, le obbligazioni partecipanti, le obbligazioni

³ Così Signorelli, *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2006, 59. Ferri, in questa *Rivista*, 501; Galgano, *Diritto civile e commerciale*, III, 2, 433 ss.

⁴ Galletti, "Elasticità" della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie, in *Banca Borsa titoli di Credito*, 1997, 2, in cui tra l'altro viene posto in rilievo il carattere «ricognitivo» della riforma; Signorelli, *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2006.

⁵ Pisani, *Le obbligazioni*, in *Il nuovo diritto delle società – Liber amicorum Gianfranco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, vol. I, Torino 2007

⁶ Tra tutti Campobasso, *Trattato delle Società per Azioni*, cit.

⁷ Valsecchi, *In tema di obbligazioni a premio*, in *Riv. Soc.*, 1956, 112 ss.; Cavallo Borgia, *Società per azioni*, in commentario Scialoja-Branca, a cura di Galgano F., Libro V: Del lavoro (artt. 2410-2420 ter), tomo IV: Delle obbligazioni, Zanichelli-Foro italiano, Bologna-Roma, 2005, 11 ss.

convertibili in azioni⁸, le obbligazioni con *warrant* (o con diritto di opzione, le quali attribuiscono al titolare il diritto di sottoscrivere o di acquistare azioni della società emittente o di altra da essa controllata), le obbligazioni in valuta estera, le obbligazioni subordinate, nonché le obbligazioni indicizzate o con clausola parametrica, nate con lo scopo di ancorare il rendimento dei titoli (e quindi il rimborso o l'interesse) all'andamento di indici interni alla società o, più spesso (come nel caso delle obbligazioni strutturate) esterni, di varia natura (andamento dei prezzi di azioni, indici azionari, valute estere, ecc.)⁹. La finalità è in questo caso quella di elidere l'alea inflazionistica e di offrire agli investitori strumenti con un profilo di investimento più appetibile. Sono le cosiddette *obligations indexées* già diffuse in Francia dagli anni '40¹⁰.

Il nuovo art. 2411 del codice civile ha pertanto recepito le istanze del mercato dei capitali¹¹ consentendo di: (i) prevedere un tasso di interesse variabile «in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società»; (ii) subordinare in tutto o in parte il diritto alla restituzione del capitale e degli interessi alla «soddisfazione dei diritti di altri creditori della società», consentendo l'emissione di obbligazioni subordinate. Rimangono ancora fuori dall'espresso riconoscimento normativo, e pertanto non regolamentate, le obbligazioni con *warrant* e le obbligazioni convertibili con cosiddetto «procedimento indiretto», attraverso il quale vengono offerte in conversione azioni di società diversa dall'emittente il titolo obbligazionario. Parimenti sono state escluse dalla riforma e non disciplinate, nonostante la loro diffusione, le obbligazioni *reverse convertible*, le obbligazioni a premio, le obbligazioni in valuta estera, le obbligazioni irredimibili o *perpetual notes*¹².

Proprio la norma in esame, tuttavia, impone più che mai l'esigenza di una delimitazione della fattispecie. In particolare la previsione, accanto alle obbligazioni e alle azioni, della figura degli «strumenti finanziari» comporta

⁸ Sergio Patriarca, *Riforma del diritto societario e obbligazioni convertibili*, in *Rivista di diritto privato*, 2005, n. 1, 53.

⁹ Campobasso, *Diritto Commerciale, op. cit.*; Campobasso, *L'emissione di obbligazioni bancarie*, in *Banca borsa titoli di credito*, anno LVII, 1994, 1479 ss.

¹⁰ Di particolare interesse in tal senso il primo prestito obbligazionario indicizzato emesso nel 1974 dall'Enel, «Enel 1974-1981 di lire 400 miliardi» (Buonocore, *Giurisprudenza Commerciale*, 1974, I, 512 ss.).

¹¹ Sul punto Cavallo Borgia, *op. cit.*, *Introduzione*, in particolare l'autrice evidenzia come nella Relazione la riforma è tutt'altro che neutrale rispetto alle esigenze delle imprese nel reperimento delle risorse finanziarie individuando un sistema normativo accentrato, non sullo svolgimento dell'attività di impresa, ma sul suo finanziamento, in questi termini Weigmann, *Luci e ombre del nuovo diritto azionario*, in questa *Rivista*, 2003, 276.

¹² Salvo ricomprenderle nel terzo comma del 2411, si veda sul punto Cavallo Borgia., *op. cit.*, 78 ss.

l'esigenza di fissare i confini tra le diverse categorie e di connotare con esattezza quella delle obbligazioni. In questo senso risulta di palmare importanza la verifica se l'impostazione che vede nell'insopprimibilità del diritto al rimborso - propria del contratto di mutuo- la caratteristica essenziale delle obbligazioni sia ancora valida alla luce dell'esame dei tre commi dell'art. 2411 c.c..

Il primo comma dell'art. 2411 c.c. riconosce espressamente la legittimità delle obbligazioni postergate o subordinate, in cui il diritto degli obbligazionisti alla restituzione del capitale ed agli interessi può essere subordinato –parzialmente o integralmente– alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società.

Il secondo comma consente che i tempi e l'entità del pagamento degli interessi possano variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società.

Il terzo comma estende l'ambito di applicazione delle norme in tema di obbligazioni anche agli strumenti finanziari che condizionano i tempi e l'entità del rimborso all'andamento economico della società.

La lettura coordinata dei tre commi dell'art. 2411 c.c. porterebbe pertanto ad escludere dalla fattispecie obbligazionaria quegli strumenti che prevedono anche la perdita del capitale, posto che il secondo comma di tale articolo sembrerebbe chiarire che il massimo rischio dell'obbligazionista sia quello della perdita della remunerazione¹³. Può darsi che il diritto al rimborso del capitale sia esigibile dopo che siano stati soddisfatti gli altri creditori sociali o alcune categorie di essi o che sia condizionato allo scioglimento della società emittente ma non può mai mancare né può essere reso aleatorio attraverso il condizionamento all'andamento economico della società, dovendosi in tal caso ricondurre la fattispecie a quella non già delle obbligazioni ma degli strumenti finanziari di cui al terzo comma¹⁴.

Diverso invece il diritto alla remunerazione, che non costituirebbe una componente irrinunciabile dell'obbligazione. Esso infatti non solo potrà essere presente in quella forma peculiare rappresentata dai c.d. interessi impliciti (o *phantom interests*¹⁵, letteralmente «interessi fantasma»), ove il prezzo di emissione è fissato in misura inferiore rispetto al prezzo di rimborso, come avviene nelle obbligazioni *zero coupon* o senza cedola ma, in particolare, quando il diritto alla remunerazione sia ancorato a parametri

13 Signorelli, *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2006, 62.

14 Bartalena, *Le nuove obbligazioni*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2005, 548.

15 Nella definizione data dall'autorità statunitense SEC, *Securities and Exchange Commission*, sul proprio sito internet: <http://www.sec.gov/answers/zero.htm>.

oggettivi e, quindi, eventuale ed aleatorio (è il caso appunto delle obbligazioni strutturate).

E' proprio l'esistenza del diritto al rimborso del capitale che segna il *discrimen* tra obbligazioni ed azioni (gli obbligazionisti, che potranno essere eventualmente postergati, vanteranno comunque, a differenza degli azionisti, una pretesa creditoria che, in sede di liquidazione, deve essere soddisfatta con preferenza rispetto alla restituzione ai soci dei conferimenti e la ripartizione del patrimonio residuo di liquidazione) e tra obbligazioni e strumenti finanziari (i cui titolari, a differenza degli obbligazionisti, vantano un diritto alla restituzione del patrimonio iniziale eventuale, che può essere anche connotato dall'aleatorietà).

E' tuttavia sotto un ulteriore profilo che va analizzata la questione centrale della delimitazione della fattispecie, profilo che maggiormente evidenzia quel processo di «scoloritura» della differenza tra capitale di rischio (azioni) e capitale di credito (obbligazioni) di cui s'è detto. Centrale in questa analisi il ruolo degli strumenti finanziari di cui al 2346 c.c. ultimo comma.

La dottrina ha infatti rilevato come, da un lato, detti strumenti finanziari coprano una «zona grigia» intermedia tra azioni e obbligazioni, partecipando delle caratteristiche delle une e delle altre. Essi in particolare potranno attribuire taluni diritti amministrativi paragonabili a quelli dell'azionista, quali il diritto al voto, in sede di assemblea speciale. Con riguardo alle obbligazioni è dal punto di vista dell'apporto che si colgono le analogie, ove si consideri la possibilità di apporti in denaro e con diritto di rimborso.

In tal caso tali strumenti condividerebbero con le obbligazioni non solo la disciplina applicabile, come in generale consentito dall'art. 2411 c.c., comma 3, ma anche proprio quella caratteristica tipologica indefettibile sopra analizzata¹⁶, ossia l'obbligo di rimborso del capitale. V'è allora da chiedersi quali ulteriori differenze permangano, in tali casi, tra le due fattispecie, oltre a quella del mero *nomen iuris*.

A minare ulteriormente i confini sempre più incerti tra gli strumenti finanziari partecipativi e le obbligazioni è il rilievo che la previsione legislativa non tien conto del fatto che, almeno astrattamente, la postergazione della restituzione del capitale potrebbe estendersi sino alla perdita, totale o parziale del capitale. Secondo tale impostazione, sotto il profilo della delimitazione della fattispecie, più opportuna sarebbe stata la collocazione della disciplina del prestito postergato nel terzo comma della

¹⁶ Bartalena, *op. cit.*, 550.

citata norma¹⁷.

Ci concentreremo in questa sede sulle obbligazioni previste al secondo comma della citata disposizione normativa, ossia sulle obbligazioni indicizzate e, tra queste, sulle obbligazioni cosiddette «strutturate». Per tali tipologie di strumenti il contributo della riforma è stato non già nel senso di introdurre nel sistema una nuova fattispecie ma più esattamente, nell'aver tipizzato obbligazioni preesistenti e già desumibili in precedenza dall'ordinamento¹⁸.

Le obbligazioni strutturate: il problema della causa del contratto sottostante

Il primo aspetto caratterizzante le obbligazioni strutturate ci riporta a quanto sopra riferito sulla natura causale delle obbligazioni ed, in particolare, alla causa di mutuo o, più in generale, di finanziamento. A tal riguardo occorre, in primo luogo, osservare che le obbligazioni strutturate comprendono titoli variamente articolati e scindibili in almeno due componenti. La prima, riconducibile ad un titolo obbligazionario di tipo classico (c.d. componente obbligazionaria) e che identifica la causa di finanziamento, corrisponde all'obbligo di restituzione del capitale e di corresponsione di eventuali interessi a tasso fisso. La seconda (c.d. componente derivativa) è costituita da un contratto che incide sul rendimento del titolo obbligazionario. Le classificazioni esistenti in dottrina dei titoli in questione sono in genere proprio in ragione del meccanismo di indicizzazione delle cedole e/o del capitale rimborsato a scadenza (come ad esempio per le obbligazioni *linked*¹⁹). I parametri di indicizzazione si basano, *inter alia*, sull'andamento

¹⁷ Signorelli, *op. cit.*, 63.

¹⁸ *Ibidem*.

¹⁹ «Sono obbligazioni il cui rendimento è collegato all'andamento di determinati prodotti finanziari o reali, quali azioni o panieri di azioni (*equity linked*), indici (*index linked*), tassi di cambio (*forex linked*), merci (*commodities linked*), fondi comuni di investimento (*funds linked*) o altro. Il tasso di interesse corrisposto è generalmente inferiore a quello di mercato, mentre alla scadenza viene garantito il rimborso alla pari del prestito. Il risparmiatore ha però il vantaggio di poter ottenere alla scadenza un premio commisurato all'andamento del prodotto finanziario sottostante. Per esempio, sottoscrivendo una obbligazione *index linked*, il risparmiatore di fatto compra sia una obbligazione che una opzione *call* sull'indice sottostante. In realtà tale opzione non è gratuita, e l'emittente ne recupera il costo corrispondendo un tasso di interesse inferiore a quello di mercato. L'investitore sopporta il rischio tipico dell'acquirente di un'opzione: con il passare del tempo l'opzione perde valore e solo se l'andamento del titolo sottostante supera il prezzo di esercizio fissato al momento dell'emissione percepirà un qualche flusso cedolare. Una versione più semplice di obbligazione di tipo *linked*, prevede la corresponsione del solo premio a scadenza, senza il pagamento di cedole di interesse. In questo caso il premio incorpora anche il flusso di cedole non corrisposte nel corso della vita del prestito», in *www.consob.it*.

di singoli o molteplici titoli azionari o di indici di borsa (*equity linked*); di valute, merci o metalli preziosi (*commodity linked*), di tassi di interesse calcolati secondo variabili più o meno complesse (e.g. obbligazioni trasformabili; *fixed reverse floater*)²⁰. La componente derivativa equivale pertanto per l'investitore a scommettere sull'andamento di tali parametri; in tali casi si parla di opzioni implicite acquistate o vendute dall'investitore. Tale componente, diversa rispetto alla causa di mutuo, (e, quindi, dalla componente obbligazionaria pura) introduce un elemento di alea che, secondo alcuni autori, sarebbe proprio dei contratti di borsa ma non del contratto di finanziamento. Tale considerazione potrebbe dunque condurci a porre in dubbio la riconducibilità dei titoli *de qua* alla fattispecie delle obbligazioni, proprio sotto il profilo del rapporto causale sottostante.

A tal riguardo, al contrario, occorre osservare che la qualificazione - e conseguentemente il tema dell'ammissibilità - di titoli con indicizzazione del rendimento nel *genus* delle obbligazioni non deve essere messa in discussione, mentre invece, come vedremo, sono specifiche tipologie di obbligazioni strutturate ad essere, di volta in volta, valutate criticamente dalla dottrina e dalla giurisprudenza (e.g. titoli *reverse convertible*, titoli *bull* e *bear*).

Sotto tale profilo si osserva che l'ammissibilità dell'indicizzazione dei rendimenti trova fondamento, *inter alia*, nella considerazione che lo stesso contratto di mutuo può essere a titolo gratuito e che la fissità dell'interesse non è una caratteristica essenziale del mutuo, ben potendo la misura della remunerazione essere rapportata ad indici e valori di vario genere, sia pure di matrice oggettiva²¹. Il mutuo insomma può essere completamente privo della corresponsione periodica degli interessi (come avviene per le obbligazioni *zero coupon*), può essere a titolo oneroso o anche gratuito. Caratteristica essenziale è che sia certo l'*an* della remunerazione²².

Nel caso delle obbligazioni *equity linked* l'obbligazione è di tipo classico con una cedola fissa, solitamente più bassa di quella di mercato, e con rimborso almeno alla pari del capitale investito. L'investitore ha, in aggiunta, diritto ad un eventuale premio calcolato sul valore dei titoli di riferimento, del rialzo dei quali potrà pertanto solo giovarsi. Nel caso dei *fixed reverse floater*, il rischio assunto dall'investitore consiste nell'indicizzazione della cedola che può essere trasformata da un certo punto

²⁰ Per le varie tecniche di indicizzazione nei prestiti obbligazionari si veda anche Carbonetti, *Clausole di indicizzazione*, in *Dizionario del diritto privato*, a cura di Irti; Irti, *Diritto civile*, Milano, 1980, 125 ss.

²¹ Galletti, *op. cit.*, 239.

²² *Ibidem*.

in poi da un tasso fisso in un tasso variabile.

Richiamando quanto sopra esposto si osserva, inoltre, che l'espresso riconoscimento della fattispecie in questione da parte del secondo comma dell'art. 2411 c.c. servirà a fugare ogni dubbio di legittimità anche per quelle strutture obbligazionarie frutto della più sofisticata ingegneria finanziaria per la determinazione dei rendimenti. Con la riforma del 2003 il legislatore ha riconosciuto espressamente l'orientamento - già presente in dottrina ed in giurisprudenza - che riconosceva la legittimità delle accennate forme di indicizzazione del rendimento delle obbligazioni ed ha indicato il perimetro entro cui può venire esercitata l'autonomia privata sotto il profilo dell'oggetto dell'indicizzazione e dei criteri che possono essere utilizzati quale base per l'indicizzazione stessa²³.

Mentre dunque già prima della riforma non si dubitava della possibilità di ancorare gli interessi a parametri variabili esterni al rapporto, con riguardo, invece al tema dell'indicizzazione del capitale, era assai dubbio che anche la restituzione del capitale potesse esser fatta dipendere in tutto o in parte da analoghe variabili, senza per ciò stesso snaturare il concetto di obbligazione societaria²⁴. Da questo punto di vista viene dai più rilevata l'impossibilità di ricondurre tali fattispecie al *genus* di obbligazioni posto che, data la natura del contratto di mutuo ad esse sottostante, sarebbe necessaria la presenza dell'obbligo di restituzione del capitale.

La dottrina, nel valutare la compatibilità della causa mutuataria con i prestiti irredimibili e con quelli subordinati si è divisa, tra quanti escludono la causa mutuataria di tali prestiti e quanti ne confermano tale natura, pertanto, compatibile con la fattispecie obbligazionaria²⁵. Secondo un'ulteriore impostazione occorrerebbe ormai ritenersi infranta l'«equazione mutuo-obbligazione», con la conseguenza che quest'ultima diventerebbe forma giuridica per la cartolarizzazione di prestiti collettivi con l'obbligo di restituzione, del tutto neutra rispetto alla qualificazione del rapporto sottostante".²⁶

Secondo altro orientamento viene confermata la corrispondenza tra obbligazioni e obbligo di rimborso, con la sola precisazione che esisterebbe una obbligazione di restituzione anche quando questa abbia ad oggetto un

²³ *Commentario alla riforma delle società, Obbligazioni*, Milano, 2006, 48 ss.

²⁴ Ad esempio, Campobasso, *Emissione di prestito obbligazionario indicizzato in linea di capitale da parte di s.p.a.*, in *Giur. Comm.*, 1983, II, 750 ss.

²⁵ Campobasso, *Obbligazioni di società*, in *Dig. disc. priv. sez. com.*, x, 1994, 286.

²⁶ Galletti, *"Elasticità" della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *Banca Borsa titoli di Credito*, 1997.

valore inferiore a quello nominale²⁷.

Alla luce delle considerazioni svolte nel primo paragrafo sui problemi di delimitazione della fattispecie sollevati dai tre commi dell'art. 2411 c.c. e, in particolare, sull'ultimo comma dell'art. 2411 c.c., occorrerà verificare la perdurante valenza dell'equazione obbligazione-obbligo di rimborso del valore nominale, nel sistema post-riforme. Infatti, da un lato s'è osservata la possibilità che gli strumenti finanziari di cui al terzo comma – in presenza di conferimenti in denaro e diritto del rimborso – si sovrappongano alla fattispecie delle obbligazioni e, dall'altro, la teorica possibilità che la postergazione delle obbligazioni venga estesa fino alla perdita, totale o parziale, del capitale.

Il legislatore, pur ponendo una linea di confine –seppur, come s'è detto, poco marcata – tra obbligazioni e strumenti finanziari, non ha ritenuto di vietare di utilizzare il termine «obbligazioni» per quegli strumenti che espongano l'investitore al rischio di perdere il capitale per l'andamento negativo dei parametri cui il diritto al rimborso è agganciato. La tutela degli investitori, allora, andrà spostata sul piano informativo, rendendolo edotto di quei rischi cui essi, a fronte della possibilità teorica di beneficiare di maggiori rendimenti, sono sottoposti nell'investimento nelle obbligazioni strutturate²⁸.

Natura delle obbligazioni strutturate

Rispetto alle altre tipologie speciali di obbligazioni, quelle strutturate sono tra le più recenti e dal contenuto più innovativo²⁹. Occorre in primo luogo evidenziare come una definizione di obbligazioni strutturate sia espressamente prevista sia dal Regolamento adottato dalla CONSOB con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche, (il Regolamento Emittenti), sia dal Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana. Il Regolamento Emittenti definisce all'art. 51, comma 1, lettera b), le «obbligazioni strutturate» come: i) i titoli obbligazionari il cui rimborso e/o la cui remunerazione dipendono, in tutto o in parte, secondo meccanismi che equivalgono all'assunzione di posizioni in

²⁷ Desiderio, *L'attività bancaria, (fattispecie ed evoluzione)*, Milano, 2004, 266.

²⁸ Pisani, *op. cit.*

²⁹ Dozio, *Obbligazioni indicizzate all'indice di borsa: il titolo IMI*, pubblicazione della Banca Commerciale Italiana nella collana *Capital Market Notes*, marzo 1997; Esposito, Dozio, *Equity Linked Bonds*, pubblicazione della Banca Commerciale Italiana nella collana *Capital Market Notes*, novembre 1997.

strumenti finanziari derivati, dal valore o dall'andamento del valore di prodotti finanziari, tassi di interesse, valute, merci e relativi indici; ii) i titoli obbligazionari il cui rimborso e/o la cui remunerazione dipendono, in tutto o in parte, dal verificarsi di determinati eventi o condizioni³⁰.

Occorre subito osservare che la stessa definizione ad opera della CONSOB sembra scontare la possibilità che non soltanto la remunerazione ma lo stesso rimborso del capitale possa dipendere da fattori esterni legati alla componete strutturata del titolo, con ciò lasciando aperta la possibilità di avere obbligazioni con indicizzazione del capitale. Tali considerazioni sembrerebbero fornire argomenti a sostegno della tesi della riconducibilità nell'ambito delle obbligazioni – e quindi delle obbligazioni strutturate – di quegli strumenti che prevedono forme di indicizzazione del rimborso o che lo subordinano ad eventi oggettivi. Tesi che, come s'è visto nel paragrafo precedente, trae argomenti a proprio sostegno dalla portata innovativa del terzo comma dell'articolo 2411 c.c. e che non ritiene elemento necessario per la riconducibilità al genere delle obbligazioni la presenza dell'obbligo di rimborso del capitale. Sotto altro profilo vedremo che proprio la CONSOB

³⁰. Da una prima analisi di tale definizione emergono due tipologie di obbligazioni strutturate, a seconda che il rimborso/remunerazione siano connessi all'andamento di sottostanti, ovvero rimborso e/o remunerazione siano connessi ad eventi/condizioni. In questa sede, sulla base della prassi di mercato, si può solo tentare di proporre una descrizione fenomenologica delle due ipotesi. In particolare si può ritenere che nel primo caso vadano ricondotte tutte le obbligazioni con clausole parametriche, e quindi connesse all'andamento di sottostanti, sulla base di opzioni implicite che rappresentano la c.d. componente derivativa del prestito. Alla seconda categoria, viceversa, verrebbero ricondotte tutte quelle obbligazioni con clausole che connettono rimborso/rendimento ad eventi o condizioni. Si potrà far riferimento a quelle obbligazioni, ad esempio, in cui il rimborso del capitale a scadenza è legato al rischio di credito di un determinato emittente ovvero le c.d. obbligazioni catastrofiche (legate ad eventi eccezionali). L'ulteriore definizione di obbligazioni strutturate è fornita dal Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana (il Regolamento di Borsa). In particolare l'art. 2.2.27 qualifica come obbligazioni strutturate «quei titoli obbligazionari che si differenziano da quelli di cui al precedente Capo 3 (obbligazioni non strutturate) in quanto il loro rimborso e/o la loro remunerazione viene indicizzata all'andamento dei prezzi di una delle seguenti attività: a) azioni negoziate in mercati regolamentati in Italia o in un altro Stato, che presentino requisiti di elevata liquidità; b) titoli di Stato negoziati su mercati regolamentati, che presentino requisiti di elevata liquidità; c) tassi di interesse ufficiali o generalmente utilizzati sul mercato dei capitali, non manipolabili e caratterizzati da trasparenza nei metodi di rilevazione e diffusione; d) valute, la cui parità di cambio sia rilevata con continuità dalle autorità o dagli organismi competenti e comunque convertibili; e) merci per le quali esista un mercato di riferimento caratterizzato dalla disponibilità di informazioni continue e aggiornate sui prezzi delle attività negoziate; f) quote o azioni di OICR; g) indici o panieri relativi alle attività di cui alle lettere del presente comma, nonché panieri di indici riferiti alle medesime attività, a condizione che tali panieri o indici siano notori e caratterizzati da trasparenza nei metodi di calcolo e diffusione; h) contratti derivati relativi alle attività di cui alle lettere precedenti per i quali esista un mercato liquido e caratterizzato dalla disponibilità di informazioni continue e aggiornate sui prezzi dei contratti stessi». Come si può notare la definizione fornita dal Regolamento di Borsa sembra non sovrapporsi completamente con quella di cui al Regolamento Emittenti lasciando così aperta la possibilità che obbligazioni pur riconducibili al *genus* delle strutturate di cui alla normativa CONSOB, possano non avere quelle caratteristiche previste da Borsa Italiana ai fini dell'ammissione a quotazione (ove, ad esempio, i sottostanti cui fanno riferimento le clausole di parametrizzazione non rientrino nell'elenco sopra riportato o non rispettino i requisiti di volta in volta richiesti da Borsa Italiana, ai fini dell'ammissione a quotazione. In particolare tali sottostanti potrebbero non rispettare i requisiti di elevata liquidità, disponibilità di informazioni continue e aggiornate sui prezzi, notorietà e trasparenza nei metodi di calcolo e diffusione).

pare escludere categoricamente i titoli *reverse convertible* dal *genus* delle obbligazioni.³¹ Interessante per i profili appena trattati il Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana che invece prevede esplicitamente, ai fini dell'ammissibilità alla quotazione delle obbligazioni strutturate, l'obbligo di rimborso del valore nominale.

Dopo alcuni primi esempi negli anni sessanta³² le obbligazioni strutturate sono apparse in maniera consistente sul mercato italiano negli anni novanta in seguito al calo dei rendimenti dei titoli di stato e all'aumento della propensione al rischio dei risparmiatori. Tali obbligazioni sono scomponibili in un investimento obbligazionario puro, che consente il rimborso del capitale e - ove prevista - la percezione di una cedola a tasso fisso o un rendimento minimo garantito (o *floor*) (c.d. componente obbligazionaria) e un investimento più rischioso, assimilabile ad uno strumento derivato, che rappresenta una scommessa (qualificabile, o come opzione implicita, ovvero legata ad un derivato di tasso) sull'andamento di un'attività sottostante (c.d. componente derivativa implicita)³³. Il Regolamento Europeo 809/2004/CE, al considerando 11, prevede esplicitamente il caso relativo ad obbligazioni di tipo strutturato chiarendo come «alcuni titoli di debito, quali ad esempio le obbligazioni strutturate, incorporano taluni elementi degli strumenti derivati». Pertanto dalle obbligazioni *plain vanilla* tali obbligazioni ereditano la garanzia di restituzione del capitale nominale e l'eventuale corresponsione di cedole periodiche, mentre hanno in comune con gli strumenti derivati la facoltà di scommettere sull'andamento di un sottostante senza doverlo possedere. La definizione di prodotto strutturato implica, pertanto – ed in ciò può essere individuato, pur in presenza di numerose diverse categorie di obbligazioni strutturate, un nocciolo comune di definizione per la categoria in questione – un valore mobiliare con un *cash flow* che «può essere replicato sinteticamente attraverso la somma (algebrica) di due o più strumenti elementari»³⁴.

Occorre a tal riguardo precisare che la presenza di tale doppia componente intrinseca (obbligazionaria e derivativa) può, di volta in volta, ricevere specifica valorizzazione nella scomposizione del prezzo di emissione delle obbligazioni. In altri termini l'investitore, all'atto di sottoscrivere le obbligazioni, pagherà un prezzo che, dal punto di vista teorico, può essere scomposto (c.d. *unbundling*) da un lato nella componente

³¹ Comunicazione n. DEM/81249, 31 ottobre 2000.

³² Si veda quanto detto alla nota 14.

³³ Si veda anche Angelici, *I mercati e gli strumenti finanziari di borsa*, Torino, 100 ss.

³⁴ Pampurini, *I mercati e gli strumenti finanziari*, a cura di Alberto Banfi, Torino, 2004, 299 ss.

obbligazionaria - pagata per acquistare un titolo che dà diritto al rimborso del capitale a scadenza e all'eventuale rendimento minimo garantito (e.g. l'85% del prezzo di emissione) – e, dall'altro lato, nella componente - derivativa - pagata per acquistare uno strumento derivato implicito (ad esempio un'opzione europea di tipo *call* sulle azioni XY) sul sottostante (e.g. il 10% del prezzo di emissione). Conseguentemente nell'esempio appena proposto, su una somma ipotetica di 100 euro corrisposta dall'investitore, 10 euro rappresentano il prezzo dell'opzione implicita corrispondente ad una *call* europea sull'azione XY ed i restanti 90 rappresentano la valorizzazione dell'obbligazione vera e propria.

Classificazione delle obbligazioni strutturate

In presenza di una molteplicità di differenze morfologiche che caratterizzano il panorama delle obbligazioni strutturate risulta quanto mai arduo proporre una rigorosa classificazione delle stesse, che rimangono strumenti difficilmente suscettibili di standardizzazione. In dottrina sono presenti varie classificazioni e, tra le più diffuse, alcune macro categorie di obbligazioni con caratteristiche simili che ricorrono con maggior frequenza. Accanto alle obbligazioni *reverse convertible*, *bull e bear* e *hell and heaven*, che approfondiremo per alcuni aspetti di criticità che esse presentano sotto il profilo dell'inquadramento istituzionale, è possibile in particolare distinguere le obbligazioni: (i) in base al tipo di sottostante cui sono parametrize (tassi di interesse, attività, merito creditizio, eventi economico finanziari, indici inflazione o qualsiasi altra attività il cui valore possa essere osservato direttamente dal possessore dello strumento attraverso i mezzi di informazione finanziaria); (ii) in base alla struttura di indicizzazione-mechanismo che regola il pagamento della cedola premio (pagata a scadenza) o delle cedole periodiche che l'investitore riceve a titolo di interesse³⁵, distinguendosi tra (i) obbligazioni che prevedono solo una cedola premio a scadenza (c.d. titoli *one coupon*), (ii) cedole periodiche o (iii) entrambe le tipologie di cedole.

Un'ultima distinzione, questa volta fondata sul meccanismo di indicizzazione, prevede due tipologie di obbligazioni strutturate: (i) *floater*

³⁵ Propongono alcune classificazioni di obbligazioni strutturate Longo-Siciliano, *La quotazione e l'offerta al pubblico di obbligazioni strutturate*, in *Quaderni di Finanza*, CONSOB, n. 35, agosto 1999; D'Agostino-Minenna, *Il mercato primario delle obbligazioni bancarie strutturate. Alcune considerazioni sui profili di correttezza del comportamento degli intermediari*, in *Quaderni di Finanza*, CONSOB, n. 39, giugno 2000.

bond, ossia un'obbligazione direttamente indicizzata ad un tasso, nelle varianti *reverse floater*³⁶ e *CMS*; (ii) *linked bond*, ossia un'obbligazione legata alla *performance* di sottostanti, la cui remunerazione (*payout*) è determinata mediante l'utilizzo di opzioni implicite.

In questa sede si prediligerà questa terza classificazione, che, a prescindere dal sottostante di volta in volta utilizzato per la parametrizzazione delle cedole o dalla periodicità di corresponsione delle stesse, ritiene elemento distintivo, e pertanto si basa, sul derivato implicito nell'obbligazione, nel primo caso (*floater bond*) rappresentato da un derivato di tasso (*IRS* o *CMS*), nel secondo (*linked bond*) da un'opzione acquistata sul sottostante (*opzioni plain vanilla*, con barriera o esotiche, e di tipo *call* e/o *put*).

Tenendo conto di tali criteri distintivi si passerà ora ad esaminare le diverse categorie di obbligazioni strutturate summenzionate, ossia i titoli *floater* e *linked*, premessi alcuni cenni a possibili caratteristiche comuni a tali titoli e concludendo con una breve analisi di quelle obbligazioni strutturate che presentano le maggiori problematiche di inquadramento istituzionale avendo riguardo, in particolare, al problema del rapporto causale sottostante.

Possibili caratteristiche comuni alle obbligazioni *linked* e *floater*

Prima di analizzare le specifiche caratteristiche delle obbligazioni strutturate riconducibili alle categorie sopra descritte (*floater* e *linked*) giova in questa sede analizzare alcune caratteristiche che possono essere presenti in entrambe le categorie, ovvero le clausole di *cap/floor* e di rimborso anticipato. Occorre inoltre fin da subito precisare come il *cap* e il *floor* e il rimborso anticipato costituiscano esse stesse componenti derivative dei titoli di debito la cui presenza comporta di per sé la riconducibilità delle obbligazioni che le prevedano nell'alveo delle obbligazioni strutturate.

Si tratta infatti di opzioni di volta in volta acquistate o vendute dall'investitore.

³⁶ Sono obbligazioni a tasso fisso che incorporano però un contratto che, a partire da una certa data, ha l'effetto di mutare il tasso fisso in tasso variabile (ovvero un *Interest Rate Swap*). In forza del contratto, infatti, dalla data prefissata il sottoscrittore ha l'obbligo di corrispondere all'emittente un tasso variabile che, normalmente, coincide, o è comunque collegato, ad un tasso di mercato (ad esempio il tasso *Libor*, cioè il tasso interbancario sul mercato di Londra). Da questo momento, la cedola effettivamente percepita consiste nella differenza fra il tasso fisso proprio del titolo ed il tasso variabile che il sottoscrittore deve corrispondere all'emittente e varia, dunque, al variare di quest'ultima componente che, a sua volta, è connessa all'andamento dei tassi di mercato. In *www.consob.it*. Sul punto anche F. Pampurini, cit.

Cap e floor: essi rappresentano, rispettivamente un valore massimo/minimo al valore finale della cedola (che pertanto non può mai essere superiore/inferiore al valore del *Cap/Floor*). In altri termini si pone un limite massimo/minimo che può assumere la cedola stessa e, più in generale, del rendimento. Tale limite o tetto massimo o minimo, inoltre, può essere anche posto con riferimento a tutte le cedole corrisposte nella vita del prestito, e si parlerà in tal caso di *global cap/floor*. Un'applicazione del *global cap* si può apprezzare nelle cosiddette obbligazioni Tarn, in cui il raggiungimento del limite massimo delle cedole che possono essere corrisposte nella vita del prestito determina un'ipotesi di rimborso anticipato delle obbligazioni. In altri termini tali strutture creano un collegamento tra il raggiungimento del tetto massimo (il *cap* per l'appunto) e il meccanismo che prevede un rimborso automatico del prestito.

Come s'è avuto modo di sottolineare gli stessi *cap* e *floor* sono qualificabili come opzioni ed hanno pertanto natura derivativa. Si veda a titolo di esempio l'applicazione di un *cap* ad un titolo *floater* di tipo *plain vanilla*: il venditore del *cap* (l'obbligazionista), si impegna a corrispondere all'acquirente, dietro incasso di un premio, la differenza fra il tasso variabile di riferimento ed il tasso *cap* (tasso massimo), qualora il primo superi il secondo³⁷.

Rimborso anticipato: sono generalmente individuabili tre tipologie di rimborso anticipato: ad opzione dell'emittente (c.d. *callability*³⁸), ad opzione dell'obbligazionista (c.d. *putability*) e automatico (c.d. *autocallability*). Nei primi due casi, la scelta è a discrezione di una delle parti, il terzo caso dipende da eventi oggettivi predeterminati (normalmente l'andamento di un sottostante che non deve superare un certo valore o, come nel caso già accennato delle obbligazioni Tarn, il superamento di un rendimento massimo prestabilito). Come s'è detto la presenza di tale opzione di rimborso anticipato conduce di per sé le obbligazioni ad essere qualificabili come titoli strutturati³⁹. Infatti i titoli con opzione di rimborso anticipato presentano una

³⁷ Cenni-Ferretti, *Economia dei mercati e degli strumenti finanziari*, Torino, 2004, 41 ss.

³⁸ Si tratta di obbligazioni a tasso fisso munite di una clausola che attribuisce all'emittente la facoltà di rimborsare anticipatamente il prestito. Ovviamente l'emittente avrà interesse a rimborsare il prestito quando il tasso di mercato risulterà inferiore a quello fisso. Questo prodotto consente all'emittente una più facile gestione del rischio connesso ad una evoluzione a lui sfavorevole dei tassi di interesse. L'opzione che l'emittente si riserva deve evidentemente avere un valore per l'investitore che pertanto dovrebbe ricevere un tasso superiore a quelli correnti di mercato. Esempio di Obbligazione Callable durata: 7 anni Struttura cedolare: 1° anno: 7% (fisso) 2° anno: 7% (fisso) 3° anno: 7% (fisso) possibilità di rimborso anticipato 4° anno: 7% (fisso) possibilità di rimborso anticipato 5° anno: 7% (fisso) possibilità di rimborso anticipato 6° anno: 7% (fisso) possibilità di rimborso anticipato 7° anno: 7% (fisso) possibilità di rimborso anticipato. In www.consob.it.

³⁹ Così Ciocca, *Rimborso anticipato di obbligazioni, "obbligazioni strutturate" e obblighi di trasparenza nella negoziazione*, in *Banca borsa titoli di credito*, vol. 5, 2005, 557.

componente derivativa in quanto la facoltà di rimborso anticipato altro non è che un'opzione *call* (o *put*) sull'obbligazione che l'obbligazionista ha implicitamente venduto (o, in caso di *putability*, acquistato) dall'emittente. Il valore dell'opzione si traduce di norma nel riconoscere un tasso cedolare più elevato, ovvero nel prezzo di offerta più ridotto, ovvero in un ammontare di rimborso superiore alla pari. Particolare evidenza occorre dare al profilo di rischio di un investimento in obbligazioni che prevedano tale facoltà a favore dell'emittente. Infatti, a fronte di una valorizzazione dell'opzione implicita generalmente riconosciuta all'obbligazionista nelle forme sopra indicate, quest'ultimo, soprattutto nel caso di opzioni *linked*, corre il rischio di veder completamente disattese le proprie aspettative di rendimento ove il prestito venga richiamato prima che sia maturata la cedola a scadenza o le cedole periodiche non ancora maturate al momento del rimborso.

Floater bond: reverse floater e CMS

Un'obbligazione *floater* è un'obbligazione direttamente legata all'andamento di un tasso (*e.g. euribor, libor*) che prevede la corresponsione di una cedola periodica (annuale, semestrale, trimestrale) il cui periodo cedolare – generalmente, anche se non sempre – corrisponde a quello di indicizzazione del tasso sottostante⁴⁰. Tali cedole sono determinate sulla base del valore che il tasso assume il giorno dello stacco della cedola precedente.

Di per sé tale tipo di obbligazione, sulla scorta delle considerazioni sopra svolte, non sarebbe riconducibile alla categoria delle obbligazioni strutturate, atteso che il meccanismo di indicizzazione non implica l'utilizzo di derivati per il calcolo della cedola variabile. Tuttavia nell'ambito di questa categoria sono individuabili alcune *species* di obbligazioni *floater* le cui caratteristiche li riconducono al *genus* obbligazioni strutturate: si tratta dei titoli *reverse floater* e dei titoli *CMS*.

Reverse Floater: il *reverse floater*⁴¹ è un'obbligazione strutturata che prevede per i primi anni la corresponsione di alcune cedole a tasso fisso e

⁴⁰Esempio di Obbligazione *Reverse Floater* durata: 10 anni Struttura cedolare: 1° anno: 13% (fisso); 2° anno: 13% (fisso) 3° anno: 13% - 2*Libor (variabile) 4° anno: 13% - 2*Libor (variabile) 5° anno: 13% - 2*Libor (variabile) 6° anno: 13% - 2*Libor (variabile) 7° anno: 13% - 2*Libor (variabile) 8° anno: 13% - 2*Libor (variabile) 9° anno: 13% - 2*Libor (variabile) 10° anno: 13% - 2*Libor (variabile). In www.consob.it.

⁴¹ Giudice, *Reverse floater: modalità di pricing e di valutazione*, in *Rivista Bancaria*, 2001, n. 3, 75; Caparrelli, D'Arcangelis, *I «reverse floater» e i «fixed reverse»*, in *Amministrazione & Finanza*, 1999, n. 2, 52; Id, *I reverse floater: opportunità e rischi di un titolo innovativo*, in *Bancaria*, febbraio 1999; Esposito, Dozio, *Reverse floater: due applicazioni*, pubblicazione della Banca Commerciale Italiana nella collana *Studi e Ricerche*, febbraio 1998.

successivamente la sottrazione, da un tasso fisso prestabilito al momento dell'emissione, del tasso variabile di riferimento. In questo senso l'investitore scommette su una prospettiva ribassista in quanto si attende che il tasso di riferimento decresca nel corso della durata dell'investimento. Come tale il *reverse floater* è il risultato della combinazione della componente obbligazionaria - rappresentata da un *bond* a tasso fisso - con un *interest rate swap* (IRS) implicitamente acquistato, per il quale l'investitore, come in un normale IRS, incassa la differenza tra il tasso fisso e il tasso variabile di riferimento⁴². Tali obbligazioni sono caratterizzate da una durata elevata e da cedole iniziali (quasi sempre con frequenza annuale) fisse, talvolta di tipo *step up/down* (ossia a tasso prefissato crescente/decrescente), di gran lunga superiori alle condizioni del mercato registrate al momento dell'emissione. Queste, dopo un certo numero di anni, vengono trasformate in flussi cedolari inversamente legati ai tassi di interesse a breve termine, soggetti al vincolo di non negatività (in altri termini, la cedola, che non potrà essere negativa, risulterà pari ad un valore fisso k meno n volte un tasso a breve termine)⁴³. In taluni casi di obbligazioni *reverse floater* viene inoltre introdotta la possibilità di moltiplicare il tasso per un *leverage* superiore al 100% (ossia una percentuale prefissata superiore al 100% e quindi all'unità) con la conseguenza di avere come derivato implicito un *non par swap*, in cui il tasso variabile sottratto al fisso viene moltiplicato per un coefficiente di partecipazione superiore a uno. In tal caso anche una minima oscillazione del tasso variabile impatta sensibilmente sulla curva del rendimento. In caso di rialzo dei tassi le cedole diminuiscono e viceversa, con ciò confermando la natura ribassista della scommessa di investimento⁴⁴.

Il *Constant Maturity Swap* o CMS: la denominazione deriva dal nome dello strumento derivato (il *constant maturity swap* appunto) incorporato nel

⁴² Le obbligazioni di questo tipo vengono rese appetibili attraverso la corresponsione di un tasso fisso maggiore rispetto ai tassi di mercato. Questo vantaggio, però, non è altro che il pagamento di un premio per l'assunzione di un rischio da parte del sottoscrittore. Ed il rischio è rappresentato dall'andamento futuro dei tassi di mercato, ed in particolare di un loro innalzamento che, in virtù del meccanismo della differenza fra tasso fisso e variabile, porterebbe il sottoscrittore a percepire una cedola effettiva inferiore a quella di mercato e, al limite, a non ricevere alcuna cedola nel caso il tasso variabile sia uguale o superiore a quello fisso inizialmente stabilito. La riduzione della cedola comporta, inoltre, una diminuzione del valore in conto capitale dell'obbligazione. Pertanto, qualora il sottoscrittore dovesse vendere il titolo prima della scadenza, oltre ai problemi connessi con la possibile scarsa liquidità o con l'assenza di un mercato secondario, riceverebbe un prezzo inferiore a quello pagato per l'acquisto dell'obbligazione e, quindi, subirebbe una perdita, talvolta notevole. Il rischio di una perdita in conto capitale a seguito di un andamento sfavorevole dei tassi di interesse, comunque, non è esclusivamente proprio delle *reverse floater* ma di tutte le obbligazioni a tasso fisso ed è particolarmente rilevante per le obbligazioni a più lunga durata. In *www.consob.it*. Si veda anche A. Giannelli, *Commentario alla riforma delle società, Obbligazioni e bilancio*, diretto da Marchetti, Bianchi, Grezzi, Notari, Milano, 2006, 3.

⁴³ Così Filagrana, *Le obbligazioni strutturate nel mercato italiano: principali tipologie e problematiche di valutazione e di rischio*, in *Alea Tech Report*, n. 9, 2000, 5 ss.

⁴⁴ Pampurini, *op. cit.*, 253 ss.

titolo. In tal caso si tratta di uno *swap* (il CMS appunto) in cui il tasso variabile è rappresentato dal tasso *swap* di una certa durata. Ad esempio, i pagamenti variabili di un CMS potrebbero essere effettuati ogni 6 mesi ad un tasso pari al tasso *swap* a 5 anni, ove per tasso *swap* deve intendersi la media tra il *bid rate* (ossia il tasso fisso che un *market maker* è disposto a pagare in cambio di *Libor*) e l'*offer rate* (il tasso fisso che un *market maker* è disposto a ricevere in cambio di *Libor*). Il meccanismo di indicizzazione delle cedole è in questo caso diretto, seppur caratterizzato dal fatto che l'indicizzazione del tasso di riferimento è più lunga rispetto alla periodicità delle cedole. In considerazione del fatto che i tassi a lungo termine sono solitamente più elevati rispetto a quelli a breve termine (CMS a dieci anni o a due anni rispetto ad una cedola corrisposta magari semestralmente) il titolo dovrebbe essere emesso sopra la pari. Per compensare ciò viene solitamente previsto che il tasso *swap* di riferimento venga moltiplicato per un fattore di partecipazione inferiore al 100%. Tale fattore di partecipazione, in quanto inferiore all'unità, ha dunque l'effetto (opposto⁴⁵ al caso sopra evidenziato del *reverse floater*) di ridurre la partecipazione all'andamento positivo del tasso di riferimento. In tal caso la strategia di investimento è riconducibile ad una scommessa sul fatto che la forbice tra i tassi a lungo e quelli a breve cambi a vantaggio dei primi e a svantaggio dei secondi. È opportuno rilevare come nel mercato dei capitali le obbligazioni CMS si presentino in un'ampia casistica. Senza pretesa di esaustività, oltre alla semplice partecipazione (inferiore al 100%) al tasso CMS, si ricordano le obbligazioni con indicizzazione legata: (i) alla partecipazione (generalmente superiore al 100%) ad un differenziale tra due tassi CMS (e.g. il tasso *swap* a 10 anni meno il tasso *swap* - a 2 anni); (ii) al migliore tra due tassi CMS (c.d. *best of CMS*), in cui viene scelto di volta in volta per il calcolo della cedola il tasso più elevato; (iii) alla differenza tra il tasso inflazione e il tasso CMS; (iv) alla somma tra il tasso CMS e la cedola (anch'essa generalmente indicizzata al tasso CMS) corrisposta nel periodo cedolare precedente (c.d. formula *ratchet*); (v) alla differenza tra un tasso prefissato (e.g. il 2%) e il CMS (secondo lo schema già analizzato del *reverse floater*). Ad arricchire ulteriormente la casistica si osservano prestiti che prevedono la somma di uno *spread* - ossia di un importo percentuale predeterminato al momento dell'emissione - alla cedola variabile, oltre alla previsione che la cedola non possa superare o essere inferiore ad un predeterminato tasso (c.d. *cap e/o floor*), o, sempre nell'ambito dello stesso prestito, la compresenza di una o più cedole a tasso fisso oltre alle cedole variabili indicizzate al tasso CMS. *Cap* e *floor*, a loro volta, possono essere determinati sulla base

⁴⁵ John C. Hull, *Fondamenti dei mercati di futures e opzioni*, 171.

dell'andamento di un ulteriore parametro (e.g. l'inflazione, tasso Euribor) dando luogo ad un meccanismo di indicizzazione dello stesso *cap* e *floor* secondo meccanismi di ingegneria finanziaria a volte molto complessi, ma pur sempre spiegabili sulla base della scomposizione delle componenti derivative implicite ad essi sottostanti.

I *Linked Bond*

Il *linked bond* è un obbligazione strutturata che, oltre a garantire il pagamento del capitale, prevede la corresponsione di cedole variabili legate alla *performance* di una (parametro singolo) o più attività sottostanti (*basket*, o paniere di parametri). La scelta di costituire un paniere a cui agganciare il rendimento dei titoli nasce da due esigenze principali: possibilità per l'investitore di partecipare a più attività; diversificazione dell'investimento. Il *basket* può essere statico (le attività mantengono gli stessi pesi durante la vita del prestito) o dinamico (i pesi associati alle componenti del *basket* possono variare in base ad una serie di regole prestabilite dall'emittente⁴⁶).

Tra gli elementi morfologici che caratterizzano queste obbligazioni sono individuabili: (i) *coefficiente di partecipazione*, ossia la percentuale di rendimento del sottostante riconosciuta al possessore del titolo. La partecipazione o fattore di partecipazione, come abbiamo visto per i titoli *floater*, è rappresentato da un valore percentuale, inferiore, pari o superiore al 100%, che può essere applicato al valore o alla *performance* del sottostante ovvero al risultato finale dell'opzione scelta per la determinazione *payout*. In presenza di una partecipazione al sottostante inferiore al 100% il valore della cedola subisce una riduzione e influisce in tale misura (ridotta) sul rendimento delle obbligazioni. Conseguentemente in tal caso non viene interamente riconosciuto l'eventuale andamento favorevole del sottostante. Viceversa un fattore di partecipazione superiore al 100% ha l'effetto di enfatizzare la *performance* del sottostante; (ii) *Modalità di osservazione del sottostante*, ossia la periodicità di osservazioni del sottostante. Il prezzo del sottostante può essere rilevato tramite un'osservazione puntuale unica o tramite una pluralità di osservazioni. In tal caso la presenza di numerose osservazioni sulle quali viene operata una media aritmetica riduce la variabilità del rendimento, riducendo l'impatto di rilevazioni anomale,

⁴⁶ Si ritiene che a questa seconda categoria possano essere ricondotte, nelle loro molteplici manifestazioni, le obbligazioni c.d. CPPI (*Constant Proportion Portfolio*) in merito alle quali saranno svolti in questa solo brevi cenni, sebbene la trattazione delle stesse meriterebbe ulteriori approfondimenti.

riducendo il livello di rischio sopportato dall'investitore⁴⁷; (iii) *Regola di calcolo della performance*, che definisce dal punto di vista algebrico il meccanismo di indicizzazione in base al quale vengono valorizzate le cedole (o la cedola) variabili. Tale meccanismo è spiegabile mediante la descrizione delle opzioni implicite nel *bond* strutturato e che ne costituiscono la componente derivativa. Essi infatti come abbiamo visto rappresentano la combinazione fra un'obbligazione pura e una componente derivativa. Nella versione più semplice il sottoscrittore acquista, di fatto, un portafoglio costituito da un titolo obbligazionario *zero coupon*, con un valore nominale pari al valore del rimborso minimo, (comprensivo dell'eventuale cedola minima garantita o *floor*) e opzioni di acquisto (*call* o *put*, ovvero una combinazione delle due) sul sottostante, vale a dire la facoltà di acquistare il sottostante al prezzo iniziale o *strike*, lucrando dell'incremento del prezzo che dovesse verificarsi tra l'emissione e la scadenza dell'obbligazione. E' questo lo schema tipico di un'opzione *plain vanilla* europea. Se l'incremento non si realizza l'opzione non viene esercitata e l'investitore incassa il valore nominale dell'obbligazione pura; se l'incremento si realizza l'investitore incassa sia l'obbligazione pura che l'incremento di valore del sottostante grazie all'esercizio della *call* (*i.e.* compra il parametro al prezzo iniziale e lo vende al maggior prezzo finale). Il valore delle opzioni implicite dipende da alcuni fattori come il prezzo iniziale, la durata, il livello dei tassi di interesse, la rischiosità del sottostante. Le obbligazioni con opzioni sono pertanto titoli scomponibili in una componente obbligazionaria pura (rappresentata dall'obbligazione di restituzione del capitale investito e di corresponsione, ove previsto, di interessi a tasso fisso o di un'eventuale *Floor*) e in una componente derivativa, rappresentata da una opzione implicita sull'attività sottostante (*e.g.* indici, azioni, *commodities*), utilizzata per la determinazione del *payout* della cedola variabile.

Altrettanto rilevante la modalità di rilevazione del sottostante, a scadenza (opzione europea) o sulla base della media di rilevazioni (opzione asiatica⁴⁸) ovvero mediante il consolidamento dei rendimenti periodici

⁴⁷ Si osserva incidentalmente come la media ravvicinata delle rilevazioni debba considerarsi una circostanza diversa dall'utilizzo di un'opzione di tipo asiatico che, come vedremo, determina la *performance* del sottostante sulla base della media delle *performance* realizzate in più sottoperiodi. Nel primo caso, infatti, ci collocheremmo nell'ambito delle modalità di osservazione del valore del sottostante e non già nella determinazione della *performance* dallo stesso realizzata, essendo le prime solo funzionali alla seconda; nel secondo, viceversa, saremmo nell'ambito della determinazione della *performance* del sottostante, ossia afferisce al funzionamento dell'opzione implicita (la componente derivativa). Analoghe considerazioni possono essere svolte per altre modalità di osservazione del parametro, quale, ad esempio, il considerare tra più osservazioni del sottostante, non già la media, bensì la migliore o la peggiore, circostanza questa che si colloca nel medesimo rapporto - appena descritto - rispetto all'opzione di tipo *lookback*, che, diversamente, «memorizza» e riconosce le migliori o le peggiori *performance*.

⁴⁸ L'opzione (*option*) è un «contratto a premio che conferisce il diritto, ma non l'obbligo, per

dell'attività sottostante senza il meccanismo della media (opzione *cliquet*). Si osserva come questi tre elementi siano di volta in volta una costante nella rilevazione anche di opzioni più complesse quali le opzioni esotiche, quasi a costituire le fondamenta su cui il meccanismo di valutazione della *performance* del sottostante si può fondare nella maggior parte delle obbligazioni con opzioni. Pertanto, per tali motivi esse sono comunemente definite opzioni *plain vanilla*. Da un punto di vista sistematico è possibile individuare due macrotipologie di meccanismi per la determinazione della *performance* del sottostante: (i) opzioni di tipo *call*: è un'opzione che dà all'investitore la possibilità di beneficiare di una *performance* positiva del sottostante (parametro o paniere) rispetto ad un determinato valore iniziale dello stesso (*strike*). Ricorrendo alla definizione di Hull⁴⁹, per opzione *call* si intende l'opzione «che dà al portatore il diritto di comprare un'attività entro una certa data, per un certo prezzo». In questo caso si parla anche di indicizzazione diretta, in quanto la *performance* è positiva ove il valore del sottostante aumenta nel tempo; (ii) opzioni di tipo *put*: è un'opzione che dà all'investitore la possibilità di beneficiare di una *performance* negativa del sottostante rispetto ad un determinato valore iniziale dello stesso (*strike*). Nella definizione di Hull⁵⁰ è quell'opzione «che dà al portatore il diritto di vendere un'attività entro una certa data, per un certo prezzo». In questo caso si parla anche di indicizzazione indiretta in quanto la *performance* è positiva ove il valore del sottostante diminuisce nel tempo; (iii) combinazione di opzione *call* e opzione *put* (o *performance* in valore assoluto, in quanto è irrilevante il segno positivo o negativo assunto dalla *performance*). Si noti che, in tale ultimo caso, per il calcolo della *performance* è pertanto possibile procedere ad una combinazione delle opzioni *call* e *put* così da poter beneficiare dell'andamento positivo congiuntamente all'andamento negativo del sottostante. Si osserva che la possibilità di operare una combinazione tra le opzioni implicite sottostanti sia una caratteristica attribuibile non solo alle due macrotipologie sopra descritte (*call* e *put*) ma anche alle specifiche opzioni di volta in volta utilizzate, dando vita alle cosiddette opzioni

l'acquirente di acquistare (opzione *call*) ovvero vendere (opzione *put*), alla o entro la data di scadenza, una determinata attività finanziaria o reale ad un prezzo stabilito (*strike price*). Il diritto è rilasciato dal venditore (*writer*) all'acquirente (*holder*) contro pagamento di un premio che costituisce il prezzo dell'opzione» (De Bruno – Gabrielli, *Dizionario di finanza*, Il sole 24 ore Pirola, 2000)). In particolare, l'opzione asiatica è una «forma di opzione il cui regolamento è solo per differenziale. Si distinguono: le *average strike*, in cui il prezzo *strike* è calcolato alla scadenza ed è pari alla media dei valori fatti registrare dal bene opzionato durante la vita contrattuale; e le *average price*, in cui lo *strike* è determinato alla stipula del contratto, ma il prezzo del bene è definito alla scadenza, ed è pari alla media dei fatti registrare dal bene opzionato durante la vita contrattuale» (AA.VV., *Enciclopedia della Finanza*, Milano, 1998).

⁴⁹ John C. Hull, *Fondamenti dei mercati di futures e opzioni*, cit., p. 551

⁵⁰ *Ibidem*.

esotiche⁵¹. Oltre alle due macrotipologie di opzioni è possibile nel dettaglio operare un'ulteriore distinzione sistematica nell'ambito di tre gruppi di opzioni implicite: (i) le opzioni cosiddette *plain vanilla*: sono quelle di tipo più semplice, quasi definibili alla stregua di fondamentali su cui costruire opzioni più complesse, a volte descritte come modalità di determinazione dell'andamento del sottostante per la descrizioni di altre opzioni), (ii) le opzioni digitali: sono opzioni in cui la *performance* non è direttamente determinata dall'andamento (positivo o negativo) del sottostante, ma sulla base di tale andamento viene riconosciuto un rendimento predeterminato, a volte definito importo digitale, al superamento di una determinata barriera (e.g. il 2%, il 3% del valore nominale); (iii) le opzioni c.d. esotiche. Queste ultime possono essere individuate o come una categoria residua o come opzioni che risultano dalla combinazioni delle opzioni sopra descritte (ad esempio la combinazione di due opzioni digitali, o di una digitale e di una *plain vanilla*), o come nella definizione di Hull, «opzioni fuori standard».

Un cenno a parte merita una tipologia particolare di obbligazioni strutturate, le cosiddette obbligazioni *Constant Proportion Portfolio* o CPPI. Il rendimento è anche in questo caso parametrato alla *performance* di sottostanti (generalmente un *basket* di fondi) secondo il meccanismo delle obbligazioni con clausole parametriche ma con la caratteristica, tuttavia, di consentire un ribilanciamento del *basket* sulla base dell'andamento delle componenti dello stesso mediante il ricorso ad una gestione dinamica del portafoglio, seppur predeterminata tramite l'utilizzo di un algoritmo matematico, e quindi di criteri non discrezionali.

S'è detto che i *linked bond* sono caratterizzati dall'opzione di volta in volta utilizzata per calcolare la *performance* del sottostante (parametro o paniere di parametri) che, a sua volta, determina il *payout* delle cedole. Si indicano di seguito, a mero scopo esemplificativo, alcune delle opzioni più comunemente utilizzate nel mercato dei capitali.

Linked bond con opzioni digitali e con barriera: opzione digitale, best of digital, worst of digital, knock in e knock out.

Le opzioni con barriera sono definibili come quelle opzioni il cui valore finale dipende dal fatto che il prezzo dell'attività sottostante raggiunga o meno, entro un periodo di tempo, un determinato livello definito appunto

⁵¹ Le opzioni esotiche sono anche definite come «opzioni fuori standard», cfr. John C. Hull, *Fondamenti dei mercati di futures e opzioni*, cit., 552.

barriera⁵². L'opzione digitale rappresenta un metodo di calcolo che prevede il pagamento di un ammontare prefissato se il valore puntuale del sottostante rilevato ad una data di osservazione ovvero la media aritmetica dei valori del sottostante rilevati a più date di osservazione è (i) pari o maggiore (opzione digitale di tipo *call*) ovvero (ii) è pari o inferiore (opzione digitale di tipo *put*) ad un determinato valore, anche esso prefissato (barriera) ad una data di osservazione, o durante un periodo di osservazione; ed in caso contrario il pagamento di un altro ammontare prefissato, inferiore a quello di cui sopra, compreso tra 0% e 100%.

L'opzione *worst of digital* rappresenta un metodo di calcolo che prevede: (a-i) il pagamento di un ammontare fisso a condizione che la *performance* peggiore registrata dal sottostante rispetto ad un altro sottostante ovvero dallo stesso sottostante calcolato in un periodo di osservazione diverso non sia mai scesa al di sotto di un valore prefissato (*call*); ovvero (a-ii) il pagamento di un ammontare fisso a condizione che la *performance* peggiore registrata dal sottostante rispetto ad un altro sottostante ovvero dallo stesso sottostante calcolato in un periodo di osservazione diverso non sia mai salita al di sopra di un valore prefissato (*put*); altrimenti (b) il pagamento di un ammontare fisso inferiore a quello di cui sopra e compreso tra 0% e 100% qualora le condizioni sub (a-i) o (a-ii) non siano soddisfatte. La *performance* del sottostante è generalmente calcolata sulla base del confronto tra lo *strike* e il valore puntuale del sottostante ovvero tra lo *strike* e la media aritmetica dei valori del sottostante rilevati a più date di osservazione.

L'opzione *best of digital* rappresenta un metodo di calcolo che prevede: a-i) il pagamento di un ammontare fisso a condizione che la *performance* migliore registrata dal sottostante rispetto ad un altro sottostante, ovvero dallo stesso sottostante calcolato in un periodo di osservazione diverso non sia mai scesa al di sotto (*call*) di un valore prefissato; ovvero (a-ii) il pagamento di un ammontare fisso a condizione che la *performance* migliore registrata dal sottostante rispetto ad un altro sottostante, ovvero dallo stesso sottostante calcolato in un periodo di osservazione diverso non sia mai salita al di sopra (*put*) di un valore prefissato; altrimenti (b) il pagamento di un ammontare fisso inferiore a quello di cui sopra e compreso tra 0% e 100% qualora le condizioni sub (a-i) o (a-ii) non siano soddisfatte. La *performance* del sottostante è generalmente calcolata sulla base del confronto tra lo *strike* e il valore puntuale del sottostante ovvero tra lo *strike* e la media aritmetica dei valori del sottostante

⁵² John C. Hull, *Fondamenti dei mercati di futures e opzioni*, cit, p. 552

rilevati a più date di osservazione.

L'opzione *knock-in e knock out* rappresentano una condizione di attivazione/disattivazione di un'opzione ove il valore puntuale del sottostante rilevato ad una data di osservazione ovvero la media aritmetica dei valori del sottostante rilevati a più date di osservazione raggiunga un determinato livello prefissato (barriera).

Linked bond con opzioni esotiche: alcuni esempi (opzioni lookback, rainbow, himalaya, best of)

L'opzione *lookback* è un'opzione il cui valore finale dipende dal prezzo minimo o massimo raggiunto dal sottostante durante un certo periodo⁵³. Essa, in altri termini, rappresenta un metodo di calcolo della *performance* del sottostante basato: (i) nel caso di opzione *lookback* come valore di osservazione finale viene utilizzato il valore massimo registrato dal sottostante in date di osservazione predeterminate. Pertanto l'investitore può beneficiare dell'incremento eventuale del valore del sottostante durante la vita dell'opzione, che potrebbe essere maggiore dell'incremento eventuale registrato alla scadenza della stessa. Questa struttura è finalizzata a trarre beneficio dalla crescita del sottostante nel tempo, in particolare in caso di incertezza sulla tempistica di tale crescita, bloccando la *performance* maggiore registrata alle date di osservazione. Nel caso di opzione fissa *put* tale descrizione si intende come speculare nell'ottica di trarre beneficio dei ribassi del sottostante; (ii) nel caso di opzione *lookback* variabile come *strike* viene utilizzato il valore minimo registrato dal sottostante nelle varie date di osservazione iniziali. Pertanto l'investitore può beneficiare della possibilità di ottenere uno *strike* inferiore rispetto a quello che sarebbe registrabile alla sola data di osservazione iniziale così da ottenere un eventuale maggiore incremento del valore del sottostante alla scadenza dell'opzione. Questa struttura ha lo scopo di trarre beneficio da eventuali futuri movimenti al ribasso del sottostante nel periodo iniziale di fissazione dello *strike* ipotizzando alla data di osservazione finale un *performance* positiva rispetto allo *strike* stesso. Nell'opzione *himalaya* viene registrata la *performance* del miglior parametro all'interno di un paniere nelle varie date di osservazione. Il parametro in questione viene quindi eliminato dal paniere per la data di osservazione successiva. Tale procedura viene ripetuta fino a che all'interno

⁵³ John C. Hull, *Fondamenti dei mercati di futures e opzioni*, p. 553

del paniere rimane un solo parametro. A scadenza l'opzione riconosce la media delle performance così registrate. L'investitore pertanto può beneficiare dell'eventuale incremento «progressivo» registrato dai diversi parametri del paniere durante la vita dell'opzione, che potrebbe essere maggiore dell'incremento registrato alla scadenza dagli stessi parametri.

In caso di opzione *rainbow* viene osservata la *performance* dei diversi parametri all'interno di un paniere nelle varie date di osservazione. Si assegnano pesi maggiori ai parametri che abbiano registrato le *performance* migliori e pesi inferiori, fino a zero, ai parametri che abbiano registrato le *performance* peggiori. A scadenza l'opzione riconosce la media delle *performance* ponderata per i pesi assegnati. L'investitore pertanto può beneficiare dall'assegnazione di un peso maggiore attribuito alla *performance* dei migliori parametri, riducendo, allo stesso tempo, il peso della *performance* dei parametri peggiori.

Nell'opzione *best of* viene selezionato *ex post* il sottostante che abbia registrato la migliore *performance*, ed è finalizzata a trarre beneficio dalla crescita del sottostante nel tempo, in particolare in caso di incertezza su quale sottostante possa registrare la migliore *performance* (o in quale periodo di osservazione il sottostante possa registrare la migliore *performance*).

I problemi aperti. L'ibridicità obbligazioni *reverse convertible* e le obbligazioni *bull* e *bear*

*Reverse convertible*⁵⁴. Sono 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. Ferma la percezione della remunerazione del capitale, il rimborso del capitale non è sempre garantito. In particolare, se alla scadenza il valore del sottostante è superiore ad un prezzo-soglia (*strike*), il sottoscrittore ha diritto al rimborso del valore nominale; diversamente ha diritto alla consegna di una quantità prefissata di titoli sottostanti, ovvero del loro controvalore in denaro. Lo schema di questi titoli prevede il pagamento di un'unica cedola generalmente molto superiore alle condizioni di mercato, compensata dalla particolare struttura di rimborso del capitale. Infatti alla scadenza l'emittente ha l'opzione di rimborsare alla pari se il prezzo del

⁵⁴ Carlo Geronimi Cardia, *Reverse Convertible Bond: profili civilistici e fiscali*, in *Tributi*, 2001, n. 3, 149; Emilio Girino, *Il reverse convertible: uno strumento finanziario ad «alto rendimento»*, in *Amministrazione & Finanza*, 2000, n. 17, 34; Piero Pisoni, *Nuovi strumenti finanziari: 1 - Le obbligazioni reverse convertible; 2 - I credit derivatives e la cartolarizzazione sintetica dei crediti*, in *Impresa Commerciale Industriale*, 2000, n. 4, 581.

titolo sottostante è maggiore o uguale allo *strike price* prefissato (E) di una certa azione (X); viceversa consegnerà al sottoscrittore un certo numero di azioni (N) determinato in base allo *strike* fissato al momento dell'emissione. Tale tipologia di titoli è facilmente replicabile con la combinazione di uno *zero coupon* con rimborso pari al nominale maggiorato della cedola e di n opzioni *put* con *strike* E. L'obbligazione è equiparabile all'acquisto di uno *zero coupon* e dalla vendita delle N opzioni di tipo *put*. Il profilo di rischio cui è esposto l'obbligazionista è duplice (sebbene non nettamente distinguibile): da una parte, infatti, vi è il rischio di tasso di interesse – a tasso fisso - che agisce prevalentemente nella struttura *zero coupon*; dall'altro vi è la rischiosità tipica cui è esposto un venditore di opzioni *put*. Sotto tale ultimo profilo, teoricamente, l'investitore in un *reverse convertible* è esposto al rischio di perdere tutto il capitale investito, se alla scadenza del contratto il prezzo dell'azione X risultasse pari a zero. In questo caso il sottoscrittore incasserebbe solo gli interessi calcolati sul valore nominale.⁵⁵

Ciò che rende difficile ricondurre tali titoli nell'alveo delle obbligazioni è il carattere condizionato del rimborso del capitale⁵⁶. Richiamando quanto ricordato sopra sul rapporto tra causa sottostante (mutuo/finanziamento) e obbligazioni si osserva come nel caso di specie l'assenza di un obbligo di rimborso - essendo tale rimborso condizionato ad un evento futuro ed incerto -, (quale il superamento di un valore predeterminato da parte di un indice finanziario) rende assai problematica la riconducibilità delle *reverse convertible* nella fattispecie delle obbligazioni, riconducibilità che è stata esclusa da alcuni autori⁵⁷ e dalla CONSOB. Quest'ultima, in particolare, ha affermato che tale strumento «non può essere definito come obbligazione» ma «può essere identificato come titolo atipico di tipo *reverse convertible* con liquidazione monetaria». Tale è l'impostazione che circoscrive il termine obbligazione a quei soli prestiti in cui, se può mancare la corresponsione dell'interesse, resta fermo l'obbligo di rimborso del capitale⁵⁸.

⁵⁵ Così Filagrana, *Le obbligazioni strutturate nel mercato italiano: principali tipologie e problematiche di valutazione e di rischio*, in *Alea Tech Report*, 9, 2000, 12 ss.

⁵⁶ Comunicazione n. DEM/81249, 31 ottobre 2000.

⁵⁷ N. Ciocca, *op. cit.*; Canestri-Amadei, *Reverse convertible: costruzione ed analisi degli effetti sul mercato dei titoli sottostanti*, Quaderni di finanza CONSOB, n. 48, maggio 2001, 13 ss., secondo cui si tratterebbe di strumenti innovativi di finanziamento dotati per più aspetti di carattere ibrido.

⁵⁸ Salanitro, *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2004, I, 290. Sul punto anche N. Ciocca, *op. cit.* Di particolare interesse il rilievo di come la riforma del diritto societario non consenta un'agevole soluzione del problema. In particolare l'autrice osserva come la qualificazione dei titoli in questione derivi dal tipo di lettura che si intende dare all'art. 2411 c.c. ove infatti si ritenga che l'art. 2411 c.c. non esaurisca tutte le varianti di titoli obbligazionari, potrà concludersi che vi sia spazio anche per titoli diversi da quelli elencati dalla norma in questione (segnatamente le obbligazioni subordinate, le obbligazioni indicizzate nel rendimento; gli strumenti finanziari del terzo comma del 2411 c.c.), tra cui quindi

Una diversa interpretazione consentirebbe, come s'è visto, di superare il binomio mutuo-obbligazione sulla scorta di un'interpretazione dei tre commi dell'art. 2411 c.c. che metterebbe in discussione i rigidi confini della categoria delle obbligazioni. In tale prospettiva, s'è detto, l'obbligo di rimborso del valore nominale non costituirebbe più una condizione imprescindibile per le obbligazioni.

Facendo un passo in avanti lungo tale impostazione l'articolo 2411 c.c. alluderebbe a possibili varianti di titoli obbligazionari o comunque di titoli soggetti alla disciplina di questi ultimi, senza esaurirle tutte. In tale ottica vi sarebbe uno spazio anche per titoli diversi da quelli elencati dalla norma e, tuttavia, a questi assimilabili sul piano della disciplina, tra i quali, appunto, i titoli *reverse convertible*.

Giova infatti osservare come i titoli in questione non sarebbero in senso stretto riconducibili nella lettera del terzo comma del 2411 c.c., atteso che questa si riferirebbe ai soli titoli il cui rimborso dipende dall'andamento economico della società e, come tali, aventi natura partecipativa, dovendo l'articolo 2411, comma 3 e il 2346, comma 6 c.c. essere letti in stretta connessione. Nel caso dei titoli *reverse convertible*, invece, il rimborso del capitale è condizionato da un parametro oggettivo relativo ad altri emittenti, e, pertanto, essi non avrebbero natura partecipativa. Essi, quindi, non sarebbero riconducibili né al terzo comma del 2411 né al sesto comma del 2346 c.c.

Pertanto 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.⁵⁹

In via incidentale non possiamo non evidenziare come le obbligazioni qui esaminate siano una categoria degli strumenti finanziari ibridi. Come abbiamo avuto già occasione di rilevare⁶⁰, la comprensione e l'analisi di una fattispecie ibrida non può quindi prescindere dall'individuazione della necessaria ed immancabile fattispecie di riferimento, cioè della matrice da

anche i *reverse convertible*, in caso contrario i titoli in questione non potranno essere ricondotti nell'alveo delle obbligazioni. Si veda anche Fabio Signorelli, *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2006 che qualifica le obbligazioni *reverse convertible* come titoli atipici.

⁵⁹ N. Ciocca, *op. cit.*, 563.

⁶⁰ F. Bruno, A. Rozzi, *Dall'azione di risparmio all'Azione Sviluppo: il primo strumento finanziario ibrido "qualificato" figlio della riforma del diritto societario*, in questa *Rivista*, 5, 2008; F. Bruno, *La tassazione degli strumenti finanziari ibridi nell'ordinamento italiano*, in *Rivista ticinese di diritto (RtiD)*, I, 2008.

cui lo strumento ibrido si discosta sostanzialmente, appropriandosi però di una o più caratteristiche precipue (ed in ciò risiede la c.d. ibridicità). Va all'uopo evidenziato come un ibrido può avere come riferimento una sola matrice (ed in questo caso potremmo definire tale fattispecie come «ibrido a matrice unica» ovvero, nel caso di strumento finanziario, di «strumento finanziario ibrido a matrice unica») o due o più matrici (fattispecie che potremmo denominare «ibrido in senso stretto» ovvero, nel caso di strumento finanziario, di «strumento finanziario ibrido in senso stretto»): nel caso di ibrido a matrice unica, l'ibridicità dell'ibrido *de quo* risiederà nella presenza di parte delle caratteristiche qualificanti tale matrice. Nel caso di ibrido in senso stretto l'ibridicità dell'ibrido *de quo* risiederà invece nella presenza di caratteristiche appartenenti ad due o più fattispecie, che assurgeranno al ruolo di poli tra cui l'ibrido medesimo si inserisce, ciascuna rappresentando la matrice di almeno una caratteristica dell'ibrido *de quo*. L'assenza di una connessione con alcuna matrice comporterà invece l'inesistenza dell'essenza dell'«ibridicità» (e quindi non potremmo ritenere di essere in presenza di uno strumento finanziari ibrido), costituendo la fattispecie esaminata una fattispecie autonoma, sicuramente già qualificata o qualificabile, ovvero una nuova «creatura» da qualificare⁶¹. Le principali categorie di *hybrid instruments* sono, quindi: (i) *equity-linked bonds* (anche *equity linked debt securities*); (ii) *preferred stock* (o *preference shares*). Le *equity linked debt securities* danno al titolare nel corso della vita del titolo il diritto di sottoscrivere azioni. Esse comprendono: (i) *convertible bonds*, (ii) *exchangeable bonds*⁶², (iii) *equity warrant bonds*. I *convertible bonds* danno al titolare il diritto, ad una data futura, di convertire il proprio *bond* in azioni di nuova emissione da parte dell'emittente dei *bond*, ad uno specifico rapporto di conversione; gli *exchangeable bonds* danno al titolare il diritto, ad una data futura, di convertire il proprio *bond* in azioni esistenti di una società diversa dall'emittente dei *bond*, ad uno specifico rapporto di conversione; gli *equity warrant bonds* sono strumenti che possono essere usati nel futuro per sottoscrivere nuove azioni della società emittente ad uno specifico prezzo⁶³.

⁶¹ F. Bruno, A. Rozzi, *Dall'azione di risparmio all'Azione Sviluppo: il primo strumento finanziario ibrido "qualificato" figlio della riforma del diritto societario*, in questa Rivista, 5, 2008; F. Bruno, *La tassazione degli strumenti finanziari ibridi nell'ordinamento italiano*, in *Rivista ticinese di diritto (RtiD)*, I, 2008.

⁶² «Historically, hybrids where associated with a product that had both debt and equity characteristics (say preferred shares) and/or was the former, but under certain conditions "converted" into the latter (say convertible or exchangeable bonds)», Alexander Batchvarov, *Hybrid Products (Instruments, Applications and Modelling)*, Risk Books, 2004, xix.

⁶³ Così Brian Coyle, *Hybrid Financial Instruments*, The Chartered Institute of Bankers, 2002, 5 - 6, che specifica come: *It is generally expected that between the date of issuing equity-linked securities and the time that the security holders are allowed to take up equity shares, the share*

I titoli *bull* e *bear*. Il tema del rapporto tra causa contrattuale e qualificazione dello strumento finanziario è stato affrontato anche in riferimento al problema dei titoli *bull* e *bear*⁶⁴ per i quali il prestito obbligazionario viene scomposto in due *tranches* di titoli a tasso fisso di pari valore facciale. L'obbligazione di rimborso del capitale, per entrambe le categorie di titoli, è rapportata ad un predeterminato indice di borsa in modo che il rendimento dell'obbligazione varia rispetto al valore nominale del titolo in considerazione del mutamento dell'indice. Tuttavia le variazioni dell'indice incidono in maniera opposta per le due *tranche*: per i titoli *bull*, pari alla metà del finanziamento, il rialzo dell'indice procura un proporzionale aumento del capitale e viceversa per i *bear*⁶⁵. La compresenza delle due *tranche* opposte che si compensano rendono la società emittente indifferente alle variazioni del sottostante, variazioni che, viceversa, influiscono sul rendimento delle obbligazioni in maniera diametralmente opposta per le due categorie di investitori. Il primo elemento di criticità evidenziato dalla dottrina è se, attese le peculiarità degli strumenti in questione, essi siano assimilabili ad operazioni di borsa. In questo senso tali strumenti potrebbero riportarsi ad un'operazione di borsa ove- secondo il concetto di causalità propria dei titoli di credito sopra descritto- la volontà di speculare sulle oscillazioni si possa riscontrare in capo a tutte le parti dell'emissione: investitori ed emittente. Solo in questo senso, sostiene Chiomenti, «si dovrebbe riconoscere all'emissione di questi titoli causa di borsa anziché causa di mutuo e disciplinare il rapporto conformemente alla normativa dei contratti di borsa anziché a quella dei contratti di mutuo»⁶⁶. Al contrario sotto tale profilo si è affermato che l'indifferenza da parte dell'emittente alle variazioni del sottostante - compensate dalla circostanza che le due *tranche* scommettono in maniera diametralmente opposta - permettono di cogliere la struttura dell'operazione come quella di una raccolta di un prestito e non di un'operazione di borsa. Si esclude in altri termini l'interesse di una delle parti, con ciò escludendo la possibilità di individuare una causa diversa da quella di mutuo. Pertanto l'elemento speculativo non assurge a funzione economica-sociale dell'operazione. L'indicizzazione di queste operazioni obbligazionarie rappresenta dunque un

price will have risen. This assumption is built into the rate for the conversion of debt into equity or the subscription price for warrants.

⁶⁴ Girino E., *Le obbligazioni bull and bear*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 13, 1989, 801-802; G. De Marchi, *Le bull and bear nel mercato italiano*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 18, 1987, 1057-1060.

⁶⁵ Ambrosini, *Titoli obbligazionari di tipo speciale*, in questa *Rivista*, 1991, 335 ss.; Chiomenti, *Titoli obbligazionari "bull and bear": obbligazioni o titoli per operazioni di borsa?*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1987, I, 144 ss.

⁶⁶ Chiomenti, *op. cit.*

incentivo o, in termini giuridici, il motivo della sottoscrizione - e non la causa - dell'acquisto dei titoli da parte di operatori di borsa. Pertanto, anche secondo quell'interpretazione che si fonda sul binomio mutuo-obbligazione-tesi che, come s'è visto, è stata oggetto anche in questa sede di esame critico - tali titoli non costituirebbero un'operazione di borsa e non verrebbe in tal senso alterata la natura prettamente obbligazionaria degli stessi.⁶⁷

⁶⁷ G. Ferri, *La legittimità dell'emissioni di obbligazioni indicizzate*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1985, II, 493; G. F. Campobasso, *Le Obbligazioni*, cit., 756; R. Ambrosini, cit., 337; D. Galletti, cit., Buonocore, cit., 512 ss.; Campobasso, *Emissione di prestito obbligazionario indicizzato in linea di capitale da parte di s.p.a.*, in *Giur. Comm.*, 1983, II, 750 ss.; Chiomenti, *Titoli obbligazionari "bull e bear": obbligazioni o titoli per operazioni di borsa?*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1987, I, 144 ss.; in giurisprudenza v. Trib. Milano 17 luglio 1982, in *Giur. Comm.*, 1983, II, 750; App. Milano 11 novembre 1982, *ivi*; Trib. Torino 22 marzo 1985, in *Riv. Dir. Comm.*, 1985, II, 487; Paolo Casella, *Le obbligazioni indicizzate all'indice?*, in *Giur. Comm.*, 1983, II, 757 ss.; M. Barbuto, *Il prestito obbligazionario indicizzato è illegittimo?*, in *Impresa*, 1986, 271.