

1° CLASSIFICATO “BORSE DI STUDIO”

Gli Strumenti Finanziari Partecipativi: definizione e potenzialità

VALENTINA MORI

Ordine di Verona

Gli Strumenti Finanziari Partecipativi (di seguito SFP) possono essere categorizzati tra i titoli c.d. **ibridi**, rappresentando una fonte di raccolta alternativa a metà tra il capitale di rischio (*equity*) ed il capitale di debito, risultando estremamente flessibili e funzionali all'ampliamento e alla diversificazione dei canali di reperimento delle risorse finanziarie. L'art. 2346 ultimo comma c.c. prevede, in particolare, che *“la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera, o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti”*. Introdotti a seguito della Riforma del Diritto Societario, gli SFP, come vedremo, dispongono di una disciplina codicistica di riferimento piuttosto scarna, volendo il legislatore lasciare la maggior autonomia statutaria possibile, così da adattare gli strumenti alle necessità interne alla società, ai soci della stessa ed al sottoscrittore. Inizialmente, in base a quanto stabilito dalla sopracitata Riforma del 2003, gli Strumenti Finanziari Partecipativi potevano essere emessi dalle sole S.p.A., ma, a seguito del c.d. *Decreto Crescita 2.0* e del c.d. *Decreto Investment Compact*, questa possibilità è stata estesa rispettivamente anche alle *Start-up* innovative ed alle PMI innovative, indipendentemente dal fatto che gli SFP vengano connessi o meno ad operazioni di *work for equity*.

Come accennato precedentemente, l'intento perseguito dal legislatore era quello di offrire agli emittenti di Strumenti Finanziari Partecipativi la maggior autonomia contrattuale possibile, limitando le disposizioni normative al minimo indispensabile ed affidando alla prassi il compito di mettere a punto gli strumenti dal contenuto più vario. Quest'ampia libertà rende di fatto complessa l'individuazione dell'esposizione al rischio degli eventuali acquirenti di SFP e, sull'argomento, è intervenuto il Tribunale di Napoli con la sentenza n. 31414 del 25.02.2016. In particolare, l'opinione espressa dalla Corte è quella secondo cui, anche qualora venga espressamente prevista in statuto l'equiparazione tra la posizione degli azionisti e dei detentori di SFP, in caso di perdite queste incidono *“sui diversi strati del netto secondo un ordine che tenga conto del grado di facilità con cui la società potrebbe deliberare la destinazione ai soci di modo che, essendo il capitale a un grado di indisponibilità maggiore, devono essere utilizzate, nell'ordine, prima le riserve facoltative, poi quelle statutarie, indi quelle legali e da ultimo, il capitale sociale”*. Ciò comporta che, in caso di liquidazione della società emittente e salva diversa precisazione

in Statuto e/o nel correlato Regolamento SFP, i detentori degli strumenti sono premessi nel soddisfacimento del loro diritto alla restituzione dell'investimento, non essendo la loro posizione paragonabile a quella di soci. Esclusa la volontà delle controparti in sede di emissione, pertanto, qualora ai titolari di SFP sia attribuito il *“diritto al riparto dell'attivo in sede di liquidazione”* tra i diritti patrimoniali, questi devono essere soddisfatti prima dei soci, ma dopo i creditori sociali e sempre nel caso in cui residui una porzione di attivo netto.¹

Nonostante il legislatore abbia trattato i seguenti strumenti con limitate e concise disposizioni, uno dei pochi elementi ad apparire immancabile e condizionante per la fattispecie è la predisposizione di un **apporto** da parte dell'acquirente, controparte per l'emissione degli SFP². A seconda di quanto stabilito dalle parti, esso può essere rappresentato da denaro, beni in natura, crediti, compensazione tanto legale quanto volontaria di crediti vantati verso la società emittente, prestazioni d'opera o di servizi e qualsiasi altra prestazione non conferibile nelle Spa (come, ad esempio, obblighi di non fare, consenso all'utilizzo del nome, *know how*).

Secondo quanto espresso dal Consiglio Notarile di Milano con la Massima n. 165 del 7.11.2017, infine, l'apporto non deve per forza essere contestuale all'emissione degli SFP, potendola anche precedere o seguire e, anche qualora non rappresentativo di denaro, non richiede la valutazione ad opera di un esperto ai sensi dell'art. 2343 c.c. o in base a uno dei parametri di cui all'art. 2343-ter c.c.³

¹ Cfr. M. Notari - A. Giannelli, Commento al comma 6 dell'art. 2346, cit. 92. Secondo A. Giampieri, Gli strumenti finanziari partecipativi, cit., 626;

² Cfr. Corsi F. *“La nuova S.p.A.: gli strumenti finanziari”*, *Giurisprudenza Commerciale*, 4, 2003, p. 1/415, Formica C. sub art. 2346 c.c. in *“Commentario breve al diritto delle società”*, diretto da Maffei Alberti A., Cedam, Padova, 2017, p. 367 e Mignone G. in *“Il nuovo diritto societario”*, diretto da Cottino G., Bonfante G., Cagnasso O., Montalenti P., Vol. 2*, Zanichelli, Bologna, 2004, p. 247;

³ Unica eccezione è il caso in cui in Statuto e/o in Regolamento SFP venga prevista la possibile conversione degli SFP in azioni, potendo in tal caso sussistere ragioni sufficienti a rendere la valutazione peritale degli apporti necessaria (così le motivazioni della Massima 7.11.2017 n. 165, che rinviano anche alla Massima 7.11.2017 n. 166). Cfr. anche Magliulo F. *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova S.p.A.*, IPSOA, Milano, 2004, p. 38 e Sorci E. *“Contributo alla ricostruzione della fattispecie «strumento finanziario partecipativo» (uno, nessun o centomila?)”*, *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 4, 2009, p. 1/426 - 1/427;

In quanto alla contabilizzazione, il legislatore, con l'art. 2427 co. 1 n. 19 c.c., precisa solo che, qualora vengano emessi SFP, in Nota Integrativa debba essere riportato *“il numero e le caratteristiche degli altri strumenti finanziari emessi dalla società, con l'indicazione dei diritti patrimoniali e partecipativi che conferiscono e delle principali caratteristiche delle operazioni relative”*. Non ritenendo corretta l'imputazione degli apporti a capitale⁴, le tre soluzioni contabili ammissibili a seconda della fattispecie appaiono le seguenti:

- 1. Previsione in Statuto e/o in Regolamento SFP dell'obbligo di rimborso:** l'imputazione deve avvenire nelle voci di Debito dello Stato Patrimoniale;
- 2. Apporto ad oggetto prestazioni d'opera o di servizi a favore della società:** la corretta contabilizzazione appare tutt'ora controversa, risultando incerta la necessità di *“patrimonializzare”* la prestazione d'opera e/o di servizi tramite l'iscrizione di una voce relativa e rappresentativa in bilancio;⁵
- 3. Generico apporto con esclusione dell'obbligo di rimborso:** imputazione in una voce del netto, diversa dal capitale, ed avente natura di riserva (solitamente nominata *“Riserva SFP”*).

Concentrandosi sulla terza e più comune casistica di contabilizzazione, dubbia appare la posizione della c.d. *“Riserva SFP”* rispetto all'ordine di sopportazione di eventuali perdite di esercizio. Anche in questo caso, non si riscontra un'opinione univoca e ben definita dalla dottrina, essendo il parere comune diviso tra due posizioni: la prima reputa che la *“Riserva SFP”* sia soggetta al regime delle riserve statutarie, mentre la seconda enfatizza come la predetta soluzione non consideri la differente natura degli interessi sottesi all'emissione degli Strumenti Finanziari Partecipativi.

⁴ Ciò trova conferma nell'utilizzo da parte del legislatore del termine *“apporti”* in luogo di *“conferimenti”*, specificatamente utilizzato per contraddistinguere i valori prestati a fronte dell'emissione di azioni;

⁵ La Massima 7.11.2017 n. 164 del Consiglio Notarile di Milano, in particolare, afferma che *“l'indicazione espressa dalla massima (iscrizione all'attivo e, al passivo, iscrizione fra i debiti ovvero nel patrimonio netto, a seconda che sia previsto o meno l'obbligo di rimborso) suppone che il valore dell'apporto, come è più probabile, possa essere adeguatamente quantificato e sia suscettibile di iscrizione all'attivo dello stato patrimoniale; non può tuttavia escludersi che ciò non possa avere luogo, ad esempio perché l'apporto consiste in prestazioni aventi carattere negativo o in prestazioni d'opera o di servizi, il che determinerà assenza di immediati riflessi contabili dell'apporto”*;

Il concetto riportato nella seconda posizione è che, qualora le perdite maturate siano necessariamente assorbite dalla c.d. “Riserva SFP”, i soci potrebbero distribuire utili negli esercizi successivi anche grazie alla sopportazione delle perdite da parte dei titolari degli strumenti, beneficiando dal loro sacrificio. In ogni caso, la Massima n. 69/2018 del Consiglio Notarile di Firenze ha dichiarato la possibile previsione in Statuto e/o in Regolamento SFP di una clausola in cui si stabilisca di intaccare la “Riserva SFP” solo dopo l’erosione di tutte le altre, così come che il suo eventuale azzeramento non comporti l’estinzione degli Strumenti Finanziari Partecipativi o dei diritti ad essi connessi.

Ulteriore questione non individuata dall’art. 2346 c. 6 c.c. riguarda l’organo sociale competente all’assunzione delle decisioni inerenti agli strumenti finanziari. Tale lacuna è stata però colmata dal giudizio di una parte della dottrina, secondo cui la competenza per l’emissione degli SFP dovrebbe spettare all’Assemblea Straordinaria, analogamente a quanto disposto dall’art. 2349 co. 2 c.c. per gli SFP assegnati ai dipendenti, oltre che in quanto organo competente all’adozione di modifiche statutarie.⁶

Nella definizione sancita dal predetto art. 2346 ultimo comma c.c. si stabilisce che gli SFP possono essere dotati di diritti patrimoniali o amministrativi, i quali assumono (o possono assumere) rilevanza sul piano del contratto sociale, sull’organizzazione della società e sui diritti dei soci.

Per quanto riguarda i diritti patrimoniali, anche in questo caso non si riscontra un’individuazione specifica nella norma di riferimento (art. 2346 c.6 c.c.), lasciando ampia libertà all’autonomia e alle necessità delle parti.

Esempi tipici possono essere il diritto al percepimento di utili d’esercizio⁷ e/o di interessi (fissi o variabili), il diritto alla distribuzione di riserve, la restituzione del capitale, in tutto o in parte, la restituzione di beni in natura, il diritto alla conversione degli SFP in azioni o in altri strumenti finanziari⁸, oppure la partecipazione alla distribuzione di eccedenze patrimoniali.

⁶ Nella Massima n. 163/2017 del Consiglio Notarile di Milano si precisa che “è insufficiente, al fine dell’emissione degli SFP, la presenza nello statuto di una clausola che genericamente preveda la possibilità di emettere SFP, ma senza delinearne le caratteristiche”;

⁷ L’individuazione della natura attribuibile al diritto agli utili insito in Strumenti Finanziari Partecipativi ha condotto gli esponenti della dottrina ad un’opinione non univoca. In particolare, non è chiaro se esso debba essere definito come diritto alla remunerazione per l’apporto effettuato o per la prestazione eseguita proporzionalmente agli utili della società, ovvero se debba essere individuato come un vero e proprio diritto agli utili in compartecipazione con gli altri soci e soggetto alle medesime regole;

⁸ La conversione degli SFP in altri strumenti finanziari o in azioni appare riconosciuta dalla stessa relazione illustrativa del D.lgs. 17.1.2003 n. 6. In questo caso, pertanto, è necessaria un’ulteriore delibera di aumento di capitale al servizio della conversione (oltre che la determinazione di un rapporto di cambio). L’operazione di conversione, in particolare, può essere paragonata a quanto stabilito per le obbligazioni, con l’unica differenza che con gli SFP l’importo è limitato alla relativa riserva accantonata a patrimonio netto.

Lo stesso vale per i diritti amministrativi, potendo essere previsti, ad esempio, diritti di informazione, di partecipazione ed intervento in assemblea, di nomina di un rappresentante comune, diritti di controllo (impugnazione o denuncia ex art. 2409 c.c.), consultazione o di intervento nel C.d.A., ma anche il diritto all’impugnazione, di opzione e di recesso.

Con particolare riguardo al diritto di voto dei titolari SFP, pur non potendosi esprimere nell’assemblea degli azionisti, l’art. 2351 c. 5 c.c. permette loro di votare su “argomenti specificatamente indicati”. Ciò comporta che, disponendo i portatori di Strumenti Finanziari Partecipativi dei soli diritti spettanti ai soci, tali argomenti specificatamente indicati non possono riguardare tematiche di natura gestionale, essendo queste attribuite in via esclusiva all’organo amministrativo (art. 2380-bis c.c.). In ogni caso, secondo l’art. 2351 co. 5 c.c., i titolari di SFP possono nominare, a seconda di quanto stabilito dallo Statuto e/o dal Regolamento SFP, un componente indipendente del C.d.A., del Consiglio di Sorveglianza oppure un sindaco. Per i possessori degli strumenti è inoltre possibile partecipare ed esprimersi alle Assemblee dei soci qualora siano in discussione tematiche ed argomenti, anche questi previsti dallo Statuto e/o dal Regolamento SFP, di loro particolare interesse. Al riguardo, il Consiglio Notarile di Milano con la Massima n. 163 del 7.11.2017 ha espresso che, in quanto al diritto di voto connesso a Strumenti Finanziari Partecipativi, questo dovrà essere esercitato in un luogo diverso rispetto all’Assemblea generale degli azionisti e, qualora sia previsto in Statuto e/o nel Regolamento SFP, che la volontà dei titolari debba esprimersi in forma collegiale: questi, per discutere e deliberare, dovranno riunirsi in un’apposita e separata Assemblea. Nel caso in cui, pertanto, vengano definiti argomenti su cui i titolari di SFP possono esercitare il diritto di voto, le delibere dell’Assemblea dei soci riguardanti tali questioni potranno essere assunte solo nel caso in cui nell’Assemblea speciale dei portatori di SFP venga raggiunta la maggioranza o un *quorum* appositamente determinato.

In quanto al trattamento fiscale, gli strumenti finanziari partecipativi emessi da società residenti in Italia, secondo l’art. 109, comma 9, lett. a) del T.U.I.R., ai fini della determinazione del reddito d’impresa sono in deducibili per la quota che direttamente o indirettamente determina la partecipazione ai risultati economici della società emittente o di altre società appartenenti allo stesso gruppo. La società emittente, pertanto, ha la possibilità di dividere la componente in deducibile che direttamente o indirettamente partecipa ai risultati economici dalla parte svicolata dalla partecipazione agli utili, per la quale al contrario è determinata la deducibilità in qualità di interesse passivo.

In quanto ai soggetti sottoscrittori, l’art. 44, comma 2, lett. a) del TUIR, assimila ad azioni gli strumenti finanziari emessi da società residenti e non residenti la cui remunerazione è costituita in via totalitaria dalla partecipazione agli utili della società emittente o di altre appartenenti allo stesso gruppo. Ciò, di fatto, comporta un’asimmetria tra il trattamento riservato all’emittente, il quale può scindere la parte di remunerazione in deducibile legata al risultato d’esercizio dagli

interessi passivi deducibili, e quello riservato al sottoscrittore che per beneficiare della disciplina attribuita ai dividendi⁹ deve vedersi attribuire un provento totalmente identificabile come partecipazione agli utili.

Dopo aver descritto le principali caratteristiche degli Strumenti Finanziari Partecipativi, interessante appare l’evidenziazione di due fattispecie in cui il loro sfruttamento risulta particolarmente significativo e vantaggioso. In particolare, le qualità e le peculiarità che contraddistinguono gli SFP vengono spesso sfruttate in operazioni di *restructuring* di società in crisi, potendo essere sottoscritti tramite la compensazione del debito già presente nella società emittente. Inoltre, grazie ad una preventiva e ragionata previsione dei diritti amministrativi ad essi attribuiti, i sottoscrittori possono tutelare i propri interessi, mentre la società emittente, subendo di fatto l’eliminazione di un debito a fronte dell’aumento dell’*equity*¹⁰, riscontra un rafforzamento patrimoniale. Tale prassi è particolarmente diffusa in ambito bancario, dove i finanziamenti vengono convertiti in apporto di capitale di rischio, consentendo all’istituto di credito di recuperare parte del proprio credito e in contemporanea di vigilare in modo più o meno diretto sull’operato della società.

Infine, come accennato pocanzi, oltre che da S.p.A. gli SFP possono essere emessi anche da S.r.l., qualora rientranti nella categoria di *Start-up* innovative e di PMI innovative ai sensi del Decreto Crescita 2.0. e del *Decreto Investment Compact*. Essendo le *Start-up* realtà che necessitano particolarmente di risorse professionali e finanziarie, il reperimento tramite Strumenti Finanziari Partecipativi appare una soluzione significativamente utile, oltre che una valida alternativa all’*Equity Crowdfunding*. Il socio di maggioranza, infatti, ha la possibilità di ottenere risorse pur non rischiando di diluire la propria partecipazione, mentre il sottoscrittore può vedersi riconosciuto l’investimento in un’iniziativa imprenditoriale innovativa e ancora poco consolidata, limitando il rischio all’apporto conferito. In conclusione, gli SFP possono essere implementati non solo in fasi patologiche o di nascita dell’impresa, ma rappresentano un valido strumento in quasi tutte le operazioni di finanza strutturata, compreso il *mezzanine finance*, il *project financing* e le operazioni di *merger leveraged buy-out*.

⁹ Per gli imprenditori industriali e società di persone, una volta verificato che il provento percepito è completamente identificabile come partecipazione agli utili, si fa riferimento a quanto disposto dall’art. 59 del T.U.I.R., il quale ne prevede un concorso alla formazione del reddito d’esercizio parziale tramite l’applicazione di una percentuale parametrata all’aliquota IRES in vigore. In quanto ai soggetti passivi IRES, il nuovo comma 3-bis dell’art. 98 del T.U.I.R. prevede la parziale detassazione per i dividendi anche nel caso di remunerazione da SFP, limitatamente al 95% della quota di essi non deducibili ai sensi dello stesso art. 109. Con riguardo agli strumenti finanziari “domestici”, comunque, la predetta disposizione di esenzione viene applicata solo alla parte di provento ricevuta e non dedotta dal soggetto emittente e nel solo caso in cui entrambi i soggetti siano Società di Capitali residenti in Italia;

¹⁰ Tale effetto si riscontra a patto che gli SFP non vengano qualificati come *liability*; pertanto, qualora non prevalga l’ottica di finanziamento (e di obbligatorietà di restituzione dell’apporto);