

Strumenti finanziari partecipativi

I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp)

di Angelo Busani e Marco Sagliocca

Si analizzano le diverse tecniche di utilizzo degli strumenti finanziari partecipativi di cui agli artt. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c., sottoscritti da investitori "professionisti" quali banche e fondi d'investimento. Si esamina, inoltre, se ed entro quali limiti gli statuti delle società per azioni possano concretamente riservare, ai titolari di tali strumenti, diritti economico-patrimoniali e meccanismi contrattuali di disinvestimento. Un cenno finale è dedicato al trattamento fiscale delle varie categorie di Sfp.

L'esperienza applicativa dell'istituto degli "strumenti finanziari partecipativi", di cui agli artt. 2346, ultimo comma (1), e 2351, ultimo comma (2), c.c. (d'ora innanzi indicati anche con l'acronimo "Sfp"), di recente maturata nella prassi professionale, insegna che gli Sfp sono uno strumento assai efficace per la loro notevole duttilità e utilità, e ciò perché, da un lato, la legge consente all'autonomia statutaria - come oltre si vedrà - un grande spazio di manovra per adattarli alla concreta fattispecie nel cui contesto essi vengono emessi, e perché, d'altro lato, gli Sfp si sono rivelati adatti alla gestione di situazioni anche assai eterogenee tra loro, e cioè sia nel contesto di una situazione di mercato florida (come accadeva negli anni immediatamente successivi alla riforma del diritto societario) sia in un contesto di crisi, quale quello attuale. Infatti, in una fase di prosperità dei mercati, gli Sfp possono essere (come, in effetti, sono stati) utilizzati, in particolare, quali canali alternativi per il reperimento di risorse finanziarie attraverso operazioni di *private equity*, indirizzate, ad esempio, a sostenere la fase di nascita o il primo stadio di sviluppo delle imprese. Ma anche nel contesto di una situazione di mercato patologica, gli Sfp si rivelano uno strumento adeguato e flessibile, soprattutto per consentire operazioni di ristrutturazione del debito maturato dalle società in crisi nei confronti del sistema bancario: se i finanziamenti vengono rinegoziati e parte dei crediti vantati dalle banche nei confronti delle società oggetto di *restructuring* (3) vengono convertiti

in apporto di capitale di rischio, la sottoscrizione di Sfp (variamente configurabili quali titoli di debito o di capitale) può infatti permettere alle banche

Note:

(1) Per il quale «Resta salva la possibilità 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. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione».

(2) Per il quale «Gli strumenti finanziari di cui agli articoli 2346, sesto comma, e 2349, secondo comma, possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. Alle persone così nominate si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo cui partecipano».

(3) In particolare, come sottolineato in A. Busani - M. Sagliocca, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, in questa *Rivista*, 2011, 8, 925, l'utilizzo di ingenti quantitativi di denaro delle banche per ricapitalizzare le società debitorie ha sollecitato l'ideazione di strumentazioni operative idonee a permettere alle banche stesse di "controllare" le scelte gestionali delle società che beneficiano di questi piani di ristrutturazione e quindi l'utilizzo del denaro bancario. Vi sono, ad esempio, casi in cui le banche pretendono la nomina di propri rappresentanti nei ruoli manageriali chiave (ad esempio nel ruolo di direttore finanziario oppure mediante la creazione della figura del *Chief Restructuring Officer*, cui viene affidato un ruolo determinante nelle decisioni gestionali successive all'approvazione del piano di ristrutturazione) nonché casi in cui le banche, convertendo il proprio credito in capitale e quindi divenendo addirittura socie delle società finanziate, intendono nominare, negli organi sociali, propri esponenti, al cui volere le decisioni aziendali siano variamente subordinate o comunque siano da essi controllate.

creditrici di recuperare in parte, o anche per intero, il proprio credito (4).

Infine, gli Sfp hanno dimostrato una valenza particolare anche nell'ambito di operazioni di acquisto di partecipazioni di minoranza: infatti, un investitore può essere interessato a coniugare una partecipazione minoritaria con una posizione di titolarità di strumenti finanziari partecipativi, specie laddove quest'ultima venga accompagnata sia da particolari tutele per favorirne il riscatto o la vendita, al fine di rendere monetizzabile l'investimento, sia da presidi statutari volti a tutelare gli interessi dei titolari degli Sfp (5). Tra l'altro, l'investimento in strumenti finanziari potrebbe anche rappresentare, per il socio di minoranza, un passaggio intermedio in un programmato percorso di acquisizione della maggioranza del capitale sociale della società emittente gli Sfp, e ciò, ad esempio, mediante la conversione in azioni degli Sfp (6).

È facile rilevare, da questo breve resoconto sull'utilizzo degli Sfp finora praticato, che gli Sfp rappresentano uno strumento impiegato essenzialmente nell'ambito di operazioni che coinvolgono investitori "professionisti" (quali banche e fondi di investimento), poiché il collocamento di Sfp evidentemente presuppone un sottoscrittore dotato della capacità di effettuare una approfondita valutazione della situazione economica e finanziaria, attuale e prospettica, della società che li emette, nonché della capacità di negoziare con essa le opportune garanzie, le idonee forme di remunerazione e gli strumenti di tutela più adeguati a protezione dell'investimento a fronte del quale gli Sfp vengano emessi. Questo coinvolgimento di investitori "professionisti" nelle diverse tipologie di operazioni di emissione di Sfp, sopra brevemente descritte, ha dunque avuto la conseguenza che, nella prassi professionale, una importanza centrale sia stata assunta dagli strumenti di protezione elaborati a vantaggio dell'investitore che sottoscriva gli Sfp nonché dai diritti di natura patrimoniale o amministrativo-patrimoniale che - caso per caso - gli vengono attribuiti.

A questo riguardo, è inevitabile rilevare che se, da un lato, la scarsa disciplina codicistica degli Sfp, di cui agli artt. 2346, ultimo comma, e 2351, ultimo comma, c.c., ha sollecitato l'esplicazione della fantasia degli operatori nella elaborazione di regole confacenti al singolo caso concreto, stante l'ampia autonomia statutaria disponibile in materia, dall'altro lato rimane irrisolta tutta una serie di questioni riguardanti, in particolare, il novero dei diritti patrimoniali e dei diritti a contenuto amministrativo-patrimoniale incorporabili negli Sfp. Si rende ne-

cessario, pertanto, verificare, nel silenzio degli artt. 2346, ultimo comma, e 2351, ultimo comma, c.c., quali siano gli indici in base ai quali i "diritti patrimoniali" connessi alla titolarità di uno strumento finanziario possano effettivamente dirsi "partecipativi" e quindi possano rappresentare un idoneo presupposto per qualificare come "partecipativo" lo strumento finanziario dal quale essi derivano; occorre poi anche esaminare in che modo la regolamentazione degli Sfp possa essere concretamente declinata all'interno degli statuti delle società emittenti; e si rende, infine, indispensabile indagare quali tecniche contrattuali di disinvestimento siano ipotizzabili in relazione agli Sfp, affrontando anche il tema se, ai titolari di strumenti finanziari partecipativi, possano essere attribuiti determinati diritti a contenuto amministrativo-patrimoniale, quali il diritto di recesso o il diritto di conversione degli Sfp in azioni ordinarie della società emittente.

Da ultimo, è interessante approfondire la questione del trattamento fiscale degli Sfp, la quale evidentemente dipende dalle modalità con le quali gli strumenti in questione vengano strutturati e, quindi, dagli obiettivi che società emittente e sottoscrittori si prefiggono con la loro emissione.

Note:

(4) Cfr. in tal senso A. Giampieri, *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, in M. Irera (diretto da) *Le acquisizioni societarie*, Bologna, 2011, 616, secondo il quale tale tecnica di utilizzo degli strumenti finanziari partecipativi ha consentito di ridurre il livello di indebitamento, di rafforzare la struttura patrimoniale del debitore e di riconoscere ai creditori una posizione di privilegio nell'*equity* attraverso, ad esempio, le seguenti soluzioni: l'attribuzione di una priorità nella distribuzione di utili e di una postergazione nell'assorbimento delle perdite nei limiti consentiti, la nomina di un rappresentante dei titolari di Sfp nel consiglio di amministrazione della società emittente, la limitazione delle prerogative degli azionisti (come quella che deriva dalla previsione secondo cui talune decisioni dell'assemblea dei soci debbono ricevere il parere favorevole dell'assemblea dei titolari di strumenti finanziari partecipativi).

(5) Cfr. in tal senso A. Giampieri, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., 621, il quale osserva che in questa fattispecie il socio di maggioranza potrebbe avere un significativo vantaggio poiché non vedrebbe diluita la propria partecipazione al capitale sociale.

(6) Cfr. ancora A. Giampieri, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., 622, il quale evidenzia che si tratterebbe, in un primo momento, di permettere l'ingresso nel capitale all'investitore, con tutte quelle salvaguardie che sono normalmente riconosciute a un socio di minoranza; successivamente, al decorso di un certo termine o al verificarsi di certe condizioni (quali, ad esempio, uno stallo decisionale, il mancato verificarsi di un certo risultato economico o di altro un determinato evento), il socio di minoranza potrebbe avere la facoltà di convertire in azioni i propri strumenti finanziari, incrementando così la sua partecipazione al capitale sociale sino a raggiungere la maggioranza del capitale stesso sulla base di un rapporto di cambio già concordato al momento della sottoscrizione degli Sfp.

I diritti patrimoniali di natura "partecipativa"

Qualsiasi ragionamento in ordine alla idonea "confezione" degli Sfp e quindi circa la definizione dei «diritti patrimoniali» e dei «diritti amministrativi» di cui all'art. 2346, ultimo comma, c.c., che possano essere incorporati in tali strumenti, deve essere necessariamente preceduta da una sintetica riflessione sul tema del significato da attribuire all'espressione «diritto patrimoniale» (di cui all'art. 2346, ultimo comma, c.c.) poiché il legislatore non specifica quale sia il "contenuto" e cioè il novero dei "diritti patrimoniali" attribuibili ai titolari di Sfp. Ancor prima, è opportuno riflettere sul punto che non sembra poter essere messa in dubbio la necessità di attribuire ai titolari degli strumenti finanziari partecipativi un vantaggio di natura "patrimoniale", e ciò almeno per un triplice ordine di ragioni (7):

- a) l'inequivoco tenore letterale della normativa in materia (l'art. 2346, ultimo comma, c.c. specifica infatti che gli Sfp debbono essere «forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi»);
- b) più in generale, la indispensabile connotazione patrimoniale delle forme attraverso le quali si attua il rapporto di "partecipazione" dell'investitore nella società emittente nonché degli strumenti finanziari da essa emessi;
- c) la difficoltà di giustificare la "tenuta" causale di un negozio in virtù del quale un soggetto sottoscrittore di Sfp dovrebbe effettuare un apporto (disponendo, infatti, la legge «la possibilità 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»), senza da ciò conseguire alcun diritto patrimoniale.

Ora, la locuzione «diritti patrimoniali» di cui all'art. 2346, ultimo comma, c.c., non può però esaurirsi con un riferimento al mero contenuto patrimoniale del diritto attribuito al titolare degli Sfp (poiché un tale carattere hanno anche, ad esempio, il diritto spettante all'obbligazionista di ottenere il rimborso del capitale investito e il diritto di ricevere il pagamento degli interessi pattuiti). Invero, per distinguere la fattispecie degli Sfp dagli altri strumenti finanziari la cui emissione è lasciata all'autonomia privata (ad esempio, gli strumenti finanziari di cui all'art. 2411, comma 3 (8), c.c.), appare imprescindibile (in dipendenza del chiaro tenore letterale della legge in tal senso) che gli Sfp attribui-

scano bensì diritti patrimoniali, ma di natura «partecipativa» (9).

Al riguardo, per definire i connotati necessari al fine di poter qualificare uno strumento finanziario come "partecipativo", un importante indizio pare anzitutto ricavabile dalla stessa rubrica della Sezione V (del Capo V del Titolo V del Libro V) del codice civile, intitolata proprio «azioni e altri strumenti finanziari partecipativi». Dal *nomen* di tale rubrica pare, infatti, potersi derivare la conclusione circa l'esistenza di due macro-classi di strumenti finanziari emettibili dalle società per azioni: gli strumenti finanziari propriamente "partecipativi" e gli strumenti finanziari qualificabili, al contrario, come "non partecipativi" (10). All'interno della prima classe (quella degli "strumenti partecipativi") dovrebbero poi distinguersi, da un lato, le azioni (che incorpora-

Note:

(7) Cfr. M. Notari - A. Giannelli, *Commento al comma 6 dell'art. 2346*, in Marchetti - Bianchi - Ghezzi - Notari (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 87.

(8) Per il quale «La disciplina della presente sezione si applica inoltre agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società».

(9) Questo, almeno, nell'ipotesi di emissione di Sfp che, oltre ai diritti patrimoniali, non incorporino diritti di natura "amministrativa" oppure che bensì incorporino diritti amministrativi i quali tuttavia non abbiano natura "partecipativa". Infatti, affinché lo strumento finanziario possa qualificarsi come "partecipativo", occorre che i diritti patrimoniali in esso incorporati abbiano "natura partecipativa", nel senso di conferire al loro titolare un diritto di "partecipazione" alla vita della società. Nel caso, invece, in cui siano emessi strumenti finanziari "partecipativi", che incorporino diritti amministrativi aventi "natura partecipativa" (ad esempio, il diritto di nomina di un membro del consiglio di amministrazione, il diritto di impugnazione delle deliberazioni assembleari, il diritto di presentare denunce ai sensi degli artt. 2408 e 2409, ecc.), è ammesso che i diritti patrimoniali di questi Sfp non "partecipino" al contratto sociale, perché ad esempio consistano nel rimborso del capitale apportato e nel diritto a una determinata remunerazione del medesimo, come accade tipicamente nello schema dei titoli obbligazionari.

(10) Tale ricostruzione del quadro dei diversi strumenti finanziari emessi dalla società per azioni è proposta da M. Notari - A. Giannelli, *Commento al comma 6 dell'art. 2346*, cit., 82. Non sembrano invece condividere questa impostazione, G. Ferri jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 814; P. Spada, *Azioni e strumenti finanziari*, in *Studi e Materiali del Consiglio nazionale del Notariato*, 2004, suppl. n. 2, 226 ss.; e B. Libonati, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 8 ss.; ai quali sembra potersi ascrivere la tesi secondo la quale la linea di demarcazione va collocata non già tra "strumenti partecipativi" e "strumenti non partecipativi", bensì tra le azioni, da un lato, e tutti gli altri strumenti finanziari emessi dalle società per azioni, dall'altro. Questi ultimi, del resto, sarebbero tutti comunque ricompresi nella categoria delle obbligazioni, la quale avrebbe un perimetro tale da abbracciare sia le obbligazioni in senso proprio (art. 2411, commi 1 e 2), che gli strumenti finanziari partecipativi di cui agli artt. 2346, comma 6, 2349, comma 2, e 2447 *ter* c.c.

no la partecipazione all'operazione societaria nella sua "interessezza", riflettendone le caratteristiche essenziali) e, dall'altro, appunto, gli strumenti finanziari diversi dalle azioni che, pur non essendo equiparabili alle azioni in termini di "quantità" della partecipazione alla vita societaria che ad essi è correlata, "partecipano" comunque sotto un qualche profilo (amministrativo o patrimoniale che sia) alla organizzazione e alla gestione della società emittente (in altri termini, si tratta di taluno dei diritti - la cui individuazione pare liberamente rimessa all'autonomia privata - che tipicamente competono al socio in derivazione dal diritto di proprietà delle sue azioni) (11). Da quanto precede, dovrebbe conseguire che, ai fini della qualificazione dello strumento finanziario nell'ambito di quelli «partecipativi» di cui all'art. 2346, ultimo comma, c.c. il diritto patrimoniale derivante dalla titolarità degli Sfp dovrebbe consistere in una delle forme di partecipazione al risultato economico dell'esercizio tipicamente spettanti all'azionista (12), vale a dire, alternativamente, l'utile conseguito o la perdita subita (13). Più specificatamente, dovrebbero senz'altro avere natura "partecipativa", risultando perciò idonei a qualificare uno strumento finanziario come "partecipativo" ex art. 2346, ultimo comma, c.c., tutti quei diritti che siano rapportati agli utili conseguiti dall'emittente (ad esempio, il diritto dei titolari di Sfp di beneficiare della distribuzione di una data aliquota dell'utile conseguito). Non paiono, di contro, avere natura partecipativa quei diritti patrimoniali da cui consegua, per il loro titolare, un introito (non aleatorio, come quello che è rapportato al conseguimento di un utile di esercizio, ma) programmato nel suo importo e nella tempistica del suo pagamento, come accade per il diritto alla riscossione degli interessi relativi a un apporto di capitale, che invero caratterizza gli strumenti obbligazionari (14). Ancora, non sembra avere natura partecipativa il diritto al rimborso dell'apporto effettuato dal sottoscrittore in sede di emissione degli Sfp: invero tale diritto non sembra potersi annoverare tra i possibili diritti patrimoniali partecipativi (15), in ragione della sua natura di elemento qualificante la categoria degli strumenti finanziari (di tipo obbligazionario) non aventi natura partecipativa (16).

Note:

(11) Come sottolineato in A. Busani e M. Sagliocca, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, cit., 927, nella classe degli strumenti finanziari "non partecipativi",

invece, sarebbero da annoverare anzitutto le obbligazioni, cui andrebbero poi affiancati gli altri strumenti finanziari "non partecipativi" espressamente previsti dal legislatore, tra i quali gli «strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società» (di cui all'art. 2411, comma 3, c.c.) nonché gli «strumenti finanziari di partecipazione all'affare», di cui all'art. 2447 ter c.c.

(12) Si parla della necessità di attribuzione di diritti patrimoniali di «natura partecipativa» in Associazione Disiano Preite (diretta da Olivieri - Presti - Vella), *Il diritto delle società*, Bologna, 2006, 130 ss., alludendosi alla sottoposizione, più o meno integrale, dell'apporto al rischio di perdita, quindi con assimilazione della pretesa al rimborso al regime delle azioni. Ancora, si parla di diritti patrimoniali partecipativi in M. Tarabusi, *Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 458, con riferimento alla partecipazione al risultato di esercizio dell'impresa, e quindi all'utile conseguito o alla perdita subita.

(13) Ne deriva, pertanto, che un diritto patrimoniale "partecipativo" non consisterà nel diritto al rimborso dell'apporto (o, in senso lato, di restituzione di un valore ad esso corrispondente), né in un diritto di remunerazione dell'investimento, diritti che caratterizzano il contenuto patrimoniale degli strumenti finanziari "non partecipativi" come le obbligazioni, gli strumenti finanziari "quasi obbligazionari" di cui all'art. 2411, comma 3, c.c., e gli strumenti finanziari che partecipano all'affare di un patrimonio destinato ai sensi dell'art. 2447 ter c.c.

(14) Parte della dottrina milita a favore dell'attribuzione ai titolari di strumenti finanziari partecipativi di forme di remunerazione fissa aventi natura di interessi purché, in questo caso, il meccanismo del rimborso dell'apporto sia assimilabile al regime delle azioni: v. in tal senso M. Notari, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003, 618 ss.; A. Stagno D'Alcontres, *sub. art. 2346*, in *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, I, 263 ss. Si esprime, invece, nel senso della possibilità che coesistano azioni con remunerazione fissa, sia pure condizionata all'esistenza di utili, e finanziamenti a remunerazione partecipativa, M. Lamandini, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali. Le prospettive di riforma*, Bologna, 2001, 142. Altri Autori, pur ammettendo diverse forme di remunerazione, riconoscono che la partecipazione degli Sfp agli utili dovrebbe essere la forma di remunerazione più ricorrente nella pratica: così, *ex multis*, F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 50 ss.

(15) Come sottolineato da F. Innocenti, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle società per azioni*, Perugia, 2010, 152 n. 445, gli Sfp, in virtù della loro natura "partecipativa" non potrebbero incorporare operazioni di prestito poiché non sembra possano configurare un'operazione di raccolta di risparmio alternativa alle obbligazioni e alle altre tipologie di strumenti finanziari i quali prevedano un diritto al rimborso in capo ai rispettivi titolari, anche se condizionato nei tempi e nell'entità, all'andamento economico della società (art. 2411, ultimo comma, c.c.).

(16) Secondo M. Notari - A. Giannelli, *Commento al comma 6 dell'art. 2346*, cit., 88, nonostante sia frequente nella prassi applicativa il rinvenimento di strumenti finanziari partecipativi in cui siano incorporati diritti patrimoniali non aventi natura "partecipativa" quali il diritto all'interesse e il diritto al rimborso dell'apporto è da ritenere che tali strumenti, ove non dotati di diritti amministrativi «partecipativi», non siano in realtà annoverabili nella fattispecie di cui all'art. 2346, comma 6, c.c., bensì siano qualificabili a tutti gli effetti come "semplici" obbligazioni, nel quadro degli strumenti non partecipativi. Si esprime, invece, in senso contrario G. Ferri jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., 817 il quale annovera gli strumenti finanziari ex art. 2346, comma 6, c.c. nella medesima categoria delle obbligazioni, non ritenendo, perciò, necessario individuare i tratti distintivi degli Sfp rispetto agli strumenti obbligazionari.

La partecipazione degli Sfp agli utili

Proseguendo nell'indagine volta a stabilire quali siano i diritti patrimoniali che gli investitori "professionisti" invariabilmente pretendono di "incorporare" negli Sfp da essi sottoscritti, deve prendersi in esame, anzitutto, il profilo della remunerazione dell'investimento in Sfp.

Alla luce delle considerazioni appena svolte, ai titolari di Sfp dovrebbe essere attribuibile, in concorso con i soci (potendo, infatti, tali strumenti incorporare diritti che "partecipino", sotto il profilo patrimoniale, alla organizzazione e alla gestione della società emittente), un diritto alla percezione degli utili della società emittente, alla stessa stregua di quello spettante agli azionisti (17). Affinché questo diritto di partecipazione agli utili attribuito ai titolari degli Sfp possa assimilarsi al diritto agli utili spettante agli azionisti, occorre che ne presenti analoghi connotati, e cioè venga assoggettato alla medesima disciplina che regola il diritto dei soci agli utili (18). Ne deriva, pertanto, che, in mancanza di una diversa previsione contenuta nello statuto dell'emittente (19), dovrebbe farsi riferimento al concetto di utile al quale la legge si riferisce in relazione alla posizione dei soci, ovvero all'utile di esercizio, e che si dovrebbero applicare le medesime norme che regolano la destinazione dell'utile nelle società di capitali e la distribuzione dei dividendi agli azionisti (artt. 2423 ss. c.c.). Pertanto, così come accade per gli utili di esercizio:

a) la percentuale degli utili spettante ai titolari di Sfp dovrebbe essere depurata sia della quota da accantonare a riserva legale, sia dell'ammontare occorrente per ripianare le perdite pregresse, affinché si possa procedere alla sua distribuzione (art. 2433, comma 1, c.c.); e

b) dovrebbe pure trovare applicazione il principio stabilito dal secondo comma dell'art. 2433 c.c., ove è disposto il divieto di distribuzione di "utili fittizi", e cioè il principio in base al quale non possono essere pagati dividendi sulle azioni, se non per utili realmente conseguiti e quali risultanti da un bilancio regolarmente approvato; alla luce di tale principio, il diritto agli utili dei titolari di Sfp dovrebbe dunque essere sottoposto alla duplice condizione che l'utile risulti dal bilancio approvato e che la società ne deliberi la sua distribuzione, analogamente a quanto accade per la distribuzione del dividendo agli azionisti (20).

Come ricavabile dalla prassi applicativa e come sostenuto in dottrina (21), il diritto agli utili dei titolari di Sfp dovrebbe comunque potersi declinare,

nello statuto dell'emittente (in base al principio di "atipicità" dei diritti incorporabili negli Sfp, ricavabile da ciò che l'art. 2348, comma 2, c.c. dispone per le categorie speciali di azioni), secondo una pluralità di sfaccettature: ad esempio, pare potersi prevedere, in favore dei portatori di Sfp, un trattamento privilegiato nella ripartizione degli utili oppure un dividendo "minimo garantito" (sebbene pur

Note:

(17) Secondo M. Notari - A. Giannelli, *Commento al comma 6 dell'art. 2346*, cit. 88, il diritto agli utili attribuibile ai portatori di Sfp, in concorso con i soci dell'emittente, deve essere distinto dal diritto a una remunerazione che, seppur commisurata agli utili dell'impresa, non presenti "natura partecipativa", e ciò in dipendenza del negozio giuridico che ne è fonte (quale, ad esempio, un contratto di finanziamento o un contratto di associazione in partecipazione). Se, infatti, il negozio giuridico da cui la remunerazione scaturisce non è il contratto sociale (ma un contratto di diversa natura), la remunerazione dell'investimento dei sottoscrittori di Sfp non assume i connotati di un diritto partecipativo, in grado di caratterizzare gli strumenti finanziari di cui all'art. 2346, comma 6, c.c., poiché, per essere tale, è necessario che si tratti di una remunerazione (che trovi fonte nel contratto sociale e che pertanto sia) analoga al diritto agli utili dei soci, e quindi un diritto da esercitarsi in concorso con i soci.

(18) Cfr. in tal senso M. Notari - A. Giannelli, *Commento al comma 6 dell'art. 2346*, cit., 89.

(19) V. in tal senso F. Magliulo, *Le categorie di azioni*, cit., 51, e F. Innocenti, *Gli strumenti finanziari nelle società per azioni*, cit., 153-154. In particolare, secondo quest'ultima, lo statuto dell'emittente può stabilire a quale nozione di utili debba farsi riferimento, nonché specificare i criteri di determinazione della partecipazione degli Sfp agli utili (indicando se fare riferimento all'utile derivante dalla gestione produttiva - cioè l'utile di bilancio, o utile complessivo, comprensivo delle riserve di capitale distribuibili - o all'utile di esercizio, ovvero il risultato economico dell'esercizio, che di norma coincide col saldo positivo del conto economico), i relativi criteri di calcolo, nonché il criterio di attribuzione e la modalità di esercizio di tale diritto da parte dei titolari di Sfp, e quindi l'eventuale ordine con il quale viene regolato il concorso sugli utili della società tra i portatori di strumenti finanziari e gli azionisti.

(20) Cfr. in senso contrario A. Lolli, *Gli strumenti finanziari*, in A. Maffei Alberti (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, I, 201 ss., secondo il quale il diritto alle utilità prodotte dalla società non può essere condizionato dalla decisione assembleare sulla distribuibilità dell'utile, poiché i titolari di strumenti finanziari partecipativi non hanno diritto di voto nell'assemblea dei soci, quindi non possono vedere il loro diritto eterodeterminato.

(21) Cfr. A. Giampieri, *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, cit., 625; F. Magliulo, *Le categorie di azioni*, cit., 51; e F. Innocenti, *Gli strumenti*, cit., 155 secondo la quale la facoltà di «determinare liberamente il contenuto delle azioni delle varie categorie ai sensi dell'art. 2348, comma 2, c.c.», che si traduce, più in generale, nel principio di "atipicità" dei diritti incorporabili nei titoli in esame, potrebbe essere estesa anche agli strumenti finanziari partecipativi. Sembrano esprimersi in senso contrario M. Notari - A. Giannelli, *Commento al comma 6 dell'art. 2346*, cit., 89-90 secondo i quali può parlarsi di diritto agli utili in capo ai portatori di Sfp, alla stregua di quello spettante agli azionisti, soltanto quando esso ne presenti i medesimi connotati e venga cioè assoggettato alla medesima disciplina legale e convenzionale.

sempre condizionato alla maturazione di un utile distribuibile). Ancora, analogamente a quanto previsto per le azioni di risparmio, per le azioni privilegiate e per le altre categorie speciali di azioni, lo statuto potrebbe disporre una forma di distribuzione "obbligatoria" di utili a favore dei titolari di Sfp, attraverso l'utilizzo di riserve disponibili, oppure sotto forma di una percentuale fissa da applicarsi sugli utili di bilancio o di esercizio; pure sembra possibile che la quota di utile spettante ai titolari degli Sfp consista in una somma determinata forfetariamente (22) a valere sugli utili di esercizio (23).

In particolare, appare plausibile individuare una remunerazione degli Sfp calcolata mediante un parametro finanziario (ad esempio, un tasso di interesse, anche variabile) da applicare all'ammontare degli utili accertati nel bilancio d'esercizio (24): in tal modo, infatti, il credito vantato dai portatori degli Sfp sarebbe sempre riferito alla esistenza di un utile accertato e, sebbene determinato sulla base di un indice di natura finanziaria, non dovrebbe alterare la natura del presupposto della remunerazione degli Sfp (e cioè il fatto che si tratti di una remunerazione correlata al conseguimento di un utile di esercizio). Ancora, lo statuto dell'emittente potrebbe prevedere, a vantaggio dei titolari degli Sfp, un "diritto di accrescimento" (della remunerazione esigibile negli esercizi successivi), qualora in un dato esercizio non sia conseguito alcun utile oppure l'utile accertato non sia sufficiente a soddisfare l'ammontare dovuto ai titolari degli Sfp (25).

Nell'utilizzo dell'ampia autonomia statutaria concessa in questa materia, si potrebbero, inoltre, prevedere pagamenti in favore dei titolari di Sfp anche non coincidenti con l'approvazione del bilancio ovvero, come sostenuto da parte della dottrina (26), pagamenti che non richiedano una preventiva deliberazione assembleare. E ciò proprio allo scopo di favorire quanto più possibile, a vantaggio dei titolari di tali strumenti, il ritorno sul loro investimento.

Note:

(22) Con riferimento a una emissione di strumenti finanziari partecipativi deliberata nel novembre 2009, il regolamento dello strumento finanziario partecipativo ha previsto che «Fermo restando quanto previsto dai commi 2, 3, e 4 dell'art. 2433 c.c., gli utili dell'esercizio risultanti dal bilancio regolarmente approvato, [...], saranno distribuiti come segue: (i) agli SFP saranno assegnati dividendi in via prioritaria privilegiata fino al raggiungimento di un importo complessivo massimo di Euro 10.000.000,00: nel caso in cui nell'esercizio non siano maturati utili distribuibili sufficienti a coprire l'intero importo del dividendo privilegiato previsto per gli SFP, l'importo residuo andrà ad incidere in via prioritaria e privilegiata sugli utili distribuibili dell'esercizio successivo, fino a che non sia raggiunto il predetto importo totale di Euro 10.000.000,00; (ii) una volta assegnato integral-

mente ai portatori dei predetti SFP il dividendo privilegiato di cui al precedente punto (i), gli utili che residuano saranno distribuibili mediante attribuzione *pari passu* alle azioni ed agli SFP, in proporzione al numero di azioni o di SFP da ciascuno detenuti, secondo i termini e le condizioni previste nel Regolamento».

(23) Così cfr. specialmente M. Notari, *Le categorie speciali di azioni*, cit., 632; A. Lolli, *Gli strumenti finanziari*, cit., 202 ss., Associazione Disiano Preite, *Il diritto delle società*, cit., 130 ss.

(24) Con riferimento ad una emissione di strumenti finanziari partecipativi deliberata nell'ottobre 2010, il regolamento dello strumento finanziario partecipativo ha previsto che «Gli SFP attribuiscono a ciascun titolare di SFP (il "Titolare") che sia regolarmente iscritto nel Registro, il diritto a ricevere, in proporzione al numero di SFP posseduti dal titolare di SFP rispetto al numero totale di SFP tempo per tempo emessi: (i) un ammontare pari al 60% dei Proventi sino a che ad ogni SFP sia stata pagata una somma pari al 60% dell'apporto effettuato riferibile a ciascun SFP (la "Soglia"); (ii) una volta che gli SFP abbiano ricevuto Proventi per un ammontare pari alla Soglia, il 30% dei Proventi sino a che ciascun SFP abbia ricevuto un ammontare corrispondente ad un IRR del 10% del relativo apporto. Dopo il raggiungimento del 10% IRR nulla sarà più dovuto e gli SFP saranno annullati. Sino all'annullamento degli SFP per perdite della Società che abbiano dato luogo all'annullamento del capitale sociale e all'annullamento di tutte le azioni, i diritti patrimoniali ed amministrativi dei Titolari non verranno in alcun caso meno né potranno essere sospesi in caso di perdite della Società e saranno quindi dovuti in ogni caso, in presenza di Proventi. I medesimi diritti di cui sopra spetteranno ai Titolari anche in caso di liquidazione della Società. Ai fini del presente Regolamento: "IRR (*Internal Rate of Return*)" indica significa il tasso di rendimento annuo composto che annulla il valore attuale di tutti i flussi monetari, positivi e negativi, a favore e a carico del Titolare, quale detentore di SFP, in relazione a detto investimento complessivo, ciascuno computato con riferimento alla valuta del giorno lavorativo di effettivo incasso o esborso da parte del Titolare (attribuendo segno positivo agli incassi e segno negativo agli esborsi). A titolo meramente esemplificativo, verranno computati nel calcolo dell'IRR: (i) gli apporti a fronte dei quali è stato emesso lo SFP; (ii) le somme corrisposte dalla Società in relazione allo SFP. "Proventi" indica ogni ammontare di cui sia stata deliberata la distribuzione o il pagamento a favore dei soci, sia in denaro che in natura (ivi inclusi, in via meramente esemplificativa e non esaustiva, distribuzioni di riserve, utili, utili di esercizio, acquisto di azioni proprie, riduzioni di capitale mediante rimborso ai soci ai sensi dell'articolo 2445 del codice civile) ovvero in caso di liquidazione a qualsiasi titolo effettuata».

(25) Come sostenuto da A. Giampieri, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., 625, in tale ipotesi il diritto maturerebbe in presenza dell'approvazione del bilancio o di una situazione patrimoniale di periodo che mostri la esistenza di utili e consenta, ove previsto dallo statuto o dal regolamento degli Sfp, di richiedere all'emittente l'adempimento dell'obbligo contratto.

(26) Cfr. A. Giampieri, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., 626, il quale ipotizza il caso in cui l'assetto contrattuale riconosca agli Sfp un determinato importo a valere sugli utili relativi a una determinata operazione (come, ad esempio, la vendita di una certa partecipazione azionaria ovvero - ipotesi simile - come la vendita delle partecipazioni di titolarità dell'emittente in misura superiore a una certa percentuale del capitale sociale ovvero superiore a un certo valore). In questo caso, secondo l'Autore, lo statuto o il regolamento di emissione diverrebbe la fonte dell'obbligazione pecuniaria vantata dai portatori di Sfp che potrebbero pretendere l'adempimento. L'Autore precisa, inoltre, che, a tutela della posizione degli amministratori dell'emittente, tali distribuzioni infrannuali possano avvenire solo a condizione che sia stata redatta una situazione patrimoniale di periodo, volta a dimostrare la sussistenza dell'utile, il rispetto di eventuali obbligazioni maturate di natura finanziaria nonché la capacità di far fronte alle obbligazioni in scadenza di natura ordinaria.

La “partecipazione” degli Sfp alle riserve formate con utili

Non sembra potersi dubitare che, ai titolari di Sfp, possa essere attribuito, oltre che un diritto agli utili, un diritto di “partecipazione” alle riserve dell'emittente formate con accantonamento degli utili di esercizio (27), come confermato pure dalla recente e costante prassi applicativa: anche secondo quanto affermato in dottrina (28), il fatto che il diritto dei titolari degli strumenti finanziari partecipativi a percepire una remunerazione del loro investimento sia subordinato alla deliberazione assembleare di distribuzione degli utili rende del tutto plausibile che venga correlativamente previsto un diritto degli Sfp di “partecipazione” alle riserve che si vengano a originare con l'accantonamento di utili non distribuiti, e ciò sia in caso di successiva distribuzione di tali riserve (della quale quindi dovrebbero beneficiare anche i titolari degli Sfp), sia in caso di passaggio a capitale di dette riserve (operazione che quindi dovrebbe essere subordinata alla contestuale distribuzione, ai titolari di Sfp, della quota di riserve loro riferibile).

Lo stesso ragionamento può poi essere ripetuto con riferimento alla riserva formata mediante imputazione a patrimonio netto dell'apporto effettuato dai sottoscrittori degli Sfp in conseguenza del quale gli Sfp siano stati emessi: se, infatti, è possibile attribuire ai titolari di Sfp il diritto di partecipare alle riserve che si vengano a originare con l'accantonamento di utili dell'emittente, a maggior ragione può essere attribuito a tali stessi soggetti un diritto di partecipare alla distribuzione di quelle riserve costituite con gli apporti da essi stessi versati in sede di sottoscrizione degli Sfp (29).

Le cautele verso la erosione del patrimonio netto a causa di perdite

Se i sottoscrittori di Sfp partecipano al risultato economico dell'esercizio, cioè all'utile conseguito (o alla perdita subita), nonché alle riserve dell'emittente formate con accantonamento degli utili, ne consegue che essi partecipano pure al rischio d'impresa e che, pertanto, subiscono l'alea della gestione e quindi della mancata remunerazione del loro investimento, nel caso in cui la società emittente non produca utili, oppure quando gli utili non possano essere distribuiti (poiché ad esempio debbano essere destinati a copertura di perdite).

Inoltre, i sottoscrittori di Sfp partecipano al rischio (con ciò evidenziandosi la maggiore aleatorietà degli Sfp rispetto agli strumenti finanziari di natura

obbligazionaria, di cui al già menzionato art. 2411, comma 3, c.c.) che le eventuali perdite maturate dalla società emittente vadano ad erodere la riserva formata con l'apporto effettuato dai titolari degli Sfp al fine della loro emissione e a liberazione della loro sottoscrizione (nelle applicazioni pratiche, infatti, prevale un uso degli Sfp quali strumenti di *equity*, per cui il denaro versato dai sottoscrittori degli Sfp al fine della loro liberazione è destinato a finanziare la società emittente attraverso un apporto avente appunto la natura del capitale di rischio): in caso di perdite si assottiglia o si azzerà l'appostazione a patrimonio netto dell'apporto effettuato dai titolari degli Sfp; tutt'al più si tratterà, in caso di perdite “non azzeranti” (e cioè che non intacchino per intero il patrimonio netto), di stabilire un “ordine di graduazione” e cioè di stabilire a che punto, rispetto alle altre riserve, la riserva formata con gli apporti dei sottoscrittori di Sfp, venga intaccata dalle perdite.

A fronte di quanto precede, la prassi applicativa ha elaborato diversi mezzi di tutela (anche preventiva) idonei ad attenuare, a vantaggio dei titolari degli Sfp, il rischio che la riserva formata con il loro apporto venga diminuita o annullata dalle perdite subite dall'emittente (30). In particolare, sembra pos-

Note:

(27) Con riferimento a una emissione di strumenti finanziari partecipativi deliberata nel novembre 2009, il regolamento dello strumento finanziario partecipativo ha previsto che «In caso di distribuzione di riserve di utili, gli SFP partecipano alla distribuzione pari passu con le azioni sempre in proporzione al numero di azioni o di SFP da ciascuno detenuti».

(28) Cfr. M. Notari - A. Giannelli, *Commento al comma 6 dell'art. 2346*, cit. 89, nota 96.

(29) Cfr. M. Notari - A. Giannelli, *Commento al comma 6 dell'art. 2346*, cit., 91.

(30) Con riferimento a una recente emissione di strumenti finanziari partecipativi deliberata nel luglio 2012, il regolamento dello strumento finanziario partecipativo ha previsto che «La Riserva SFP può essere utilizzata a copertura delle eventuali future perdite di esercizio della Società solo dopo che tutte le altre riserve della Società siano state utilizzate a tal fine. In caso di utilizzo della Riserva SFP per la copertura delle suddette perdite, i diritti patrimoniali e amministrativi dei titolari di SFP, ai sensi del presente Regolamento, rimarranno comunque impregiudicati, salvo che si verifichi l'azzeramento per perdite del capitale sociale della Società. In caso di azzeramento totale del capitale sociale per perdite: A) tutti i diritti patrimoniali e amministrativi dei titolari di SFP, ai sensi del presente Regolamento, verranno meno ad eccezione del diritto al riparto di liquidazione; B) qualora l'assemblea dei soci deliberi la ricostituzione e un eventuale successivo aumento di capitale della Società, si dovrà contestualmente provvedere anche a deliberare l'emissione di nuovi SFP da offrire in sottoscrizione ai titolari di SFP, i quali non avranno tuttavia alcun obbligo di sottoscrizione, mediante un apporto in danaro da liberarsi anche tramite conversione e/o compensazione di crediti nei confronti della Società secondo la seguente propor-
(segue)

sibile attribuire, ai titolari di Sfp, il diritto di convertire tali strumenti in azioni ordinarie, liberandole appunto mediante utilizzo della riserva di patrimonio netto formata con il loro apporto. Pare altresì possibile confezionare clausole statutarie o regolamentari (o anche pattuizioni extra-statutarie) finalizzate a consentire un diritto di vendita degli Sfp nei confronti degli azionisti per un prezzo che rifletta, non solo la patrimonializzazione della società emittente, ma anche l'investimento effettuato dai sottoscrittori degli Sfp (31).

Non pare, invece, ammissibile la tecnica, pur rinvenibile in taluni regolamenti di emissione (32), consistente nel divieto di intaccare la riserva appostata con l'apporto dei titolari di Sfp se non successivamente alla riduzione del capitale sociale (postergando cioè, in caso di perdite, la erosione della "riserva targata Sfp" alla riduzione del capitale). Tale tecnica suscita perplessità in quanto non in linea con la unanime opinione circa l'ordine di priorità da seguire nella imputazione delle perdite rispetto alle poste iscritte nel patrimonio netto, ordine che pone il capitale sociale nell'ultimo gradino, e cioè dopo che ogni altra posta di patrimonio netto sia stata assorbita dalla perdita maturata (33).

Ammissibilità di un diritto al riparto del residuo di liquidazione

Altro diritto patrimoniale frequentemente "incorporato" negli Sfp sottoscritti da investitori "professionisti" è il diritto al riparto dell'attivo (*pari passu* con gli azionisti) in sede di liquidazione, una volta che la società sia stata sciolta, e ciò ovviamente nel limite in cui eventualmente residui una porzione di attivo netto dopo che siano stati soddisfatti i creditori sociali (34).

Nel caso in cui, invece, il diritto a una quota di liquidazione non venga statutariamente incluso nel ventaglio dei diritti patrimoniali spettanti ai sottoscrittori di Sfp, il loro apporto dovrebbe probabilmente considerarsi effettuato "a fondo perduto" (35), nel senso che, in questo caso, nessun rimborso parrebbe spettare ai titolari di strumenti finanziari partecipativi in sede di ripartizione del patrimonio frutto della liquidazione della società sciolta. Del pari, anche nell'ipotesi in cui lo statuto dell'emittente prevedesse il diritto, in capo ai titolari di Sfp, di partecipare agli utili, non sembra che da tale clausola possa discendere automaticamente, in caso di liquidazione della società, il diritto dei titolari di Sfp di ricevere un valore pari (o comunque in qualche misura correlato) al valore del loro ap-

porto (36), né il diritto alla distribuzione, a loro vantaggio, delle eventuali plusvalenze maturate dalla società, e sempre nei limiti in cui vi sia residuo attivo disponibile dopo il pagamento dei creditori sociali. Invero, questi diritti paiono poter essere attribuiti, in concorrenza con i soci, anche ai titolari di Sfp, soltanto se espressamente previsti dallo statuto dell'emittente (37).

Note:

(segue nota 30)

zione: per ogni emissione di nuove azioni di 100 (cento) Euro di controvalore verrà effettuata una emissione (scindibile) di SFP pari a 100 (cento) Euro [...]».

(31) Cfr. A. Giampieri, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., 627.

(32) Con riferimento a una emissione di strumenti finanziari partecipativi deliberata nell'ottobre 2009, il regolamento dello strumento finanziario partecipativo ha previsto che «La riserva da SFP partecipa alle eventuali future perdite di esercizio della società alle seguenti condizioni: (a) solo dopo che tutte le altre riserve della società siano state utilizzate a copertura delle perdite; e (b) successivamente, ove occorresse, unitamente al capitale sociale in proporzione al rispettivo ammontare».

(33) Cfr. in tal senso A. Giampieri, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., 626 secondo il quale «almeno ipoteticamente, e sebbene con qualche margine di dubbio, si potrebbe tuttavia valutare l'ipotesi di prevedere una erosione del capitale *pari passu* con la riserva accesa a fronte dell'apporto effettuato per la emissione degli Sfp».

(34) Cfr. M. Notari - A. Giannelli, *Commento al comma 6 dell'art. 2346*, cit. 92. Secondo A. Giampieri, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., 626, «ipotesi di priorità dei pagamenti potrebbero essere concepite con riguardo alla liquidazione. In tal caso ben potrebbe lo statuto prevedere un ordine di pagamenti finalizzato a soddisfare in via prioritaria il rimborso della componente patrimoniale spettante agli Sfp». Si esprimono in senso contrario P. Spada, *Azioni e strumenti finanziari*, in *Studi e Materiali del Consiglio nazionale del Notariato*, 2004, suppl. n. 2, 226; e G. Ferri jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., 823.

(35) Così Associazione Disiano Preite, *Il diritto delle società*, cit., 131.

(36) Secondo M. Miola, *I conferimenti in natura*, in Colombo - Portale (a cura di), *Trattato delle società*, vol. I, t. 3, Torino, 282, il diritto alla quota di liquidazione non può farsi discendere dal diritto agli utili periodici, ma deve essere espressamente previsto in statuto. L'Autore ritiene che l'eventuale assenza di un diritto al rimborso del valore dell'apporto non escluda la natura partecipativa del rapporto sottostante e l'assimilazione al capitale di rischio. Diversamente, secondo F. Magliulo, *Le categorie di azioni*, cit. 51, il diritto al rimborso del valore capitalizzato dell'apporto è connesso alla natura di capitale di rischio del medesimo; di tal che allo scioglimento della società spetterebbe solo il diritto alla restituzione della capitalizzazione dell'apporto effettuata dal sottoscrittore, ove l'apporto consista in beni in denaro o in natura, mentre, nel caso di prestazioni d'opera o servizi, questo spetta solo se espressamente previsto dallo statuto. Ugualmente, non sarebbe essenziale al profilo causale dell'apporto il diritto alle eventuali plusvalenze maturate dalla società, il quale spetterebbe solo se espressamente previsto dallo statuto.

(37) Con riferimento a una emissione di strumenti finanziari partecipativi deliberata nell'ottobre 2009, il regolamento dello strumento finanziario partecipativo ha previsto che «In sede di scioglimento della società, ciascun SFP e ciascuna azione ordinaria partecipano alla ripartizione dell'attivo nella medesima misura, termini e condizioni».

Liquidazione degli Sfp e strategie di exit per il disinvestimento

Quanto al tema di stabilire se il diritto alla restituzione del valore dell'apporto spetti ai titolari di Sfp soltanto in occasione dello scioglimento della società oppure se tale diritto possa essere esercitato anticipatamente e con quali modalità, pare senz'altro da ammettere, anzitutto, che lo statuto dell'emittente possa prevedere la facoltà per la società (o per il sottoscrittore) di effettuare (o di ottenere) la liquidazione anticipata degli Sfp, elaborando le occorrenti strategie di "exit" per il disinvestimento; e proprio nell'affrontare, da un punto di vista prettamente "operativo", il tema della elaborazione di tali tecniche contrattuali, si rende necessario soffermarsi sui limiti entro i quali lo statuto dell'emittente possa attribuire ai titolari di Sfp diritti a contenuto amministrativo-patrimoniale utili alla realizzazione delle sopra menzionate strategie di "exit". In particolare, i diritti a contenuto amministrativo-patrimoniale che si rivelano utili ai fini di questa analisi sono essenzialmente il diritto di recesso in capo ai portatori di Sfp, il diritto di riscatto degli stessi Sfp, da attribuirsi agli azionisti o alla società emittente, e il diritto di conversione degli Sfp in azioni dell'emittente.

Per quanto concerne, anzitutto, il diritto di recesso, inteso quale diritto a sciogliere il rapporto partecipativo che lega i titolari di Sfp alla società emittente, se appare non controvertibile che tale diritto di scioglimento anticipato del rapporto partecipativo possa essere senz'altro attribuito ai titolari di Sfp, pare anche che il diritto di recesso in commento ben possa non essere ricostruito (non essendo nella legge rinvenibile alcun indizio - espresso o implicito - in tal senso) alla stessa stregua del diritto di recesso spettante agli azionisti, ai sensi dell'art. 2437 c.c. (38); in altri termini, non pare inevitabile riconoscere ai titolari degli Sfp il diritto di recesso nelle stesse fattispecie in cui è previsto il recesso dei soci di s.p.a. e, inoltre, non dovrebbero ricorrere, nel caso del recesso dei titolari di Sfp, gli stessi limiti che l'autonomia statutaria incontra nel disciplinare il recesso dei soci di s.p.a., ad esempio in tema di criteri di valutazione e di liquidazione delle azioni, di procedimento da seguire per la liquidazione delle azioni e di cause convenzionali di recesso.

Gli statuti delle società emittenti strumenti finanziari partecipativi dovrebbero pertanto poter disciplinare il recesso dei titolari degli Sfp sia facendo ricorso alle norme che regolano il recesso degli

azionisti sia anche elaborando regole particolari per la specifica fattispecie degli Sfp (39): appare dunque plausibile ritenere che all'autonomia statutaria possa esser rimessa la facoltà di disciplinare, ad esempio, sia la determinazione del corrispettivo da corrispondere al titolare di Sfp per l'eventualità del suo recesso, sia anche, e soprattutto, i casi in cui il diritto di recesso possa essere esercitato (40). Questa opera di individuazione delle ipotesi in cui spetta il recesso ai titolari di Sfp, oltre che ispirarsi a quanto già prescritto dall'art. 2437 c.c. per il caso del recesso dei soci di s.p.a., può dunque contemplare ipotesi ulteriori e specifiche per il recesso dei titolari di Sfp, come ad esempio accadrebbe se una fattispecie di recesso venisse individuata per il caso di assunzione, da parte del consiglio di amministrazione dell'emittente, di decisioni non in linea con l'impianto condiviso tra investitore in Sfp e *management* della società, al momento in cui venne negoziata l'operazione di emissione (41).

Altra tecnica di cessazione del rapporto tra la società emittente e i titolari di Sfp consiste nel riconoscimento, a livello statutario, in capo agli azionisti della società emittente e pure in capo a quest'ultima, di un diritto di riscatto (42) da esercitarsi nei

Note:

(38) Cfr. M. Notari - A. Giannelli, *Commento al comma 6 dell'art. 2346*, cit., 107.

(39) Si esprimono in favore della previsione di un diritto di recesso in capo ai portatori di Sfp, F. Magliulo, *Le categorie di azioni*, cit., 66; R. Costi, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in Abbadessa - Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, I, Torino, 2006, 718 ss., e F. Innocenti, *Gli strumenti finanziari nelle società per azioni*, cit., 191.

(40) Secondo A. Giampieri, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., 626, «il valore dell'Sfp potrebbe meritare un esame non necessariamente allineato a quello delle azioni, in virtù della propria peculiarità e dell'effettivo apporto effettuato con riguardo alla acquisizione ed ai profili di rischio che le parti hanno in concreto inteso ripartire».

(41) Cfr. A. Giampieri, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., 626, il quale ipotizza, ad esempio, il caso in cui - nonostante sia prevista l'autorizzazione dei titolari degli Sfp per l'assunzione di nuovo indebitamento - il consiglio di amministrazione decida di procedere ugualmente, in spregio del loro consenso.

(42) La possibilità di introdurre clausole di decadenza o di riscatto, espressamente contemplata a proposito degli strumenti finanziari a favore dei prestatori di lavoro della società o di società controllate (art. 2349, comma 2, c.c.), ha indotto la dottrina a considerare il riscatto come tecnica di disinvestimento estensibile a ogni tipologia di strumenti finanziari, oltre che alle azioni: così L. Calvosa, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, 206. Sulle categorie di azioni e/o altri strumenti finanziari riscattabili cfr. A. Pisani Massamormile, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1307 ss.

confronti dei titolari degli Sfp (43): si pensi al caso di un titolare di Sfp che sia inadempiente rispetto a obblighi che egli abbia assunto (ad esempio, di effettuare ulteriori apporti di *equity*) oppure al caso in cui l'investimento negli Sfp abbia fruttato il rendimento atteso. Ebbene, in tali casi, il diritto di riscatto si appalesa come opportuno strumento per la risoluzione del rapporto tra emittente e sottoscrittore; tra l'altro, attribuendo alla società il potere di riscatto (a una data fissa o al verificarsi di determinati eventi), il soggetto che subisce il riscatto può conseguire una indennità (valorizzata secondo le regole che siano, al riguardo, appositamente definite all'atto della emissione degli Sfp) e la società emittente potrebbe riutilizzare gli Sfp senza doverli annullare, ma trasferendoli a soggetti diversi (44). Quanto poi alla determinazione del *quantum* da corrispondere ai titolari di Sfp nel caso in cui sia pattuita la predetta clausola di riscatto, tale valutazione pare potersi delineare sia attraverso il richiamo alla disciplina del recesso apprestata dal codice civile per la società per azioni sia attraverso la fissazione di regole diverse e specifiche per il caso del riscatto di Sfp, essendo - come già detto - la disciplina del recesso dalla s.p.a. di non obbligatoria applicazione alla fattispecie del riscatto degli Sfp (45). Una ulteriore strategia di *exit* può infine essere quella che si organizza disponendo la cessazione del rapporto instaurato (tra società emittente e sottoscrittore) attraverso l'emissione di Sfp, mediante la conversione dei medesimi in azioni della società emittente o di altra società (si pensi ad esempio alla conversione in azioni di una società acquisita dall'emittente utilizzando i mezzi finanziari apportati dai sottoscrittori di Sfp, emessi proprio al fine di tale acquisizione). La conversione "diretta" (cioè quella che consente ai titolari degli Sfp il diritto di convertire il proprio diritto in azioni, ordinarie o "speciali", dell'emittente stessa) richiede evidentemente una deliberazione di aumento del capitale sociale al servizio di detta conversione e la determinazione di un rapporto di concambio (che dovrebbe essere fissato, almeno con riguardo ai principi applicabili per la sua determinazione, al momento della emissione degli Sfp). Si potrebbe altresì prevedere che tale diritto potestativo di conversione possa essere esercitato dai portatori di Sfp al ricorrere di determinate circostanze (per esempio: l'avvenuta fusione dell'emittente con una *target*; lo stallo decisionale che derivi da un contrasto tra i componenti di un organo societario dell'emittente; il *change of control* nella società emittente, ecc ...).

Più articolata, ma comunque pur sempre percorribile, è invece l'ipotesi in cui i titolari di Sfp siano legittimati a convertire i propri titoli in azioni di una società diversa dall'emittente (c.d. conversione "indiretta"): il caso "classico" è quello, già accennato, della conversione in azioni di una società che sia stata oggetto di acquisizione da parte dell'emittente. In tal caso, il diritto attribuito agli Sfp sembrerebbe assimilabile a un *warrant* il cui contenuto sia quello di legittimare i titolari degli Sfp ad acquisire, sulla base di un rapporto di concambio predeterminato, le azioni della società *target* utilizzando le risorse finanziarie apportate a seguito della emissione degli Sfp (46).

Trattamento fiscale degli Sfp

È ovvio che un problema non secondario correlato alla emissione di Sfp è quello del loro trattamento

Note:

(43) Con riferimento a una emissione di strumenti finanziari partecipativi deliberata nell'ottobre 2009, il regolamento dello strumento finanziario partecipativo ha previsto che «*A decorrere dal 1 luglio 2013, la Società avrà la possibilità di riscattare tutti e non meno di tutti gli SFP emessi, corrispondendo per ciascun SFP un ammontare corrispondente ad un IRR del 10% sul relativo apporto. In tal caso gli SFP verranno annullati*».

(44) Con riferimento a una recente emissione di strumenti finanziari partecipativi deliberata nel settembre 2012, lo statuto dell'emittente ha previsto che «la Società può in ogni momento acquistare gli SFP al prezzo di mercato o altrimenti. Qualora gli acquisti siano effettuati tramite offerta pubblica, l'offerta deve essere rivolta a tutti i titolari di SFP a parità di condizioni. Gli SFP possono essere, a scelta della Società, mantenuti, rivenduti oppure cancellati. Finché gli SFP restano in proprietà della Società, troverà applicazione, *mutatis mutandis*, la disciplina delle azioni proprie di cui all'art. 2357 *ter*, comma 2, c.c.».

(45) Cfr. A. Giampieri, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., 626. Sul prezzo minimo liquidabile in caso di recesso ovvero di esercizio di *drag along* si veda Trib. Milano 31 marzo 2008, in questa *Rivista*, 2008, 1373, con nota di C. Di Bitonto.

(46) V. ancora A. Giampieri, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., 626 secondo il quale la disciplina contrattuale prevista in tali ipotesi richiederebbe di: (i) stabilire l'equo rapporto di conversione onde evitare che la società emittente finisca per disporre di propri beni senza un adeguato corrispettivo, (ii) precisare anche nei contratti di finanziamento che la conversione è consentita onde prevenire ipotesi di inadempimento legate ad eventuali divieti di cambi di controllo, (iii) regolare, ove necessario, la disciplina della *governance* della società le cui azioni sono oggetto di conversione, (iv) fissare modalità per consentire alla società titolare della partecipazione oggetto di conversione, qualora non abbia già attuato una fusione *ex art. 2501 bis c.c.*, di rimborsare il finanziamento contratto per l'acquisizione, posto che i flussi di cassa derivanti da tale partecipazione sarebbero destinati ai nuovi azionisti della società acquisita (*rectius* ai portatori di Sfp che siano divenuti azionisti della società acquisita per effetto della conversione indiretta). Anche in tale ipotesi la conversione finirebbe, quindi, per rappresentare una risoluzione del rapporto instaurato per il tramite della emissione degli sfp attribuendo ai portatori, di norma, parte del capitale della società oggetto di acquisizione.

fiscale, la cui soluzione dipende evidentemente dalla struttura (civilistica e, di conseguenza, contabile) che agli Sfp è conferita all'atto della loro emissione e quindi dalla loro qualificabilità in termini di strumenti di *equity* (ovverosia di titoli assimilati alle azioni) oppure come titoli di *debt* (e cioè assimilati alle obbligazioni).

In fase di strutturazione degli Sfp, è infatti possibile disegnare uno strumento finanziario che abbia caratteristiche tali da consentire la sua assimilazione alle azioni, laddove l'intenzione del sottoscrittore (si pensi a un istituto di credito) sia bensì quella di ottenere una remunerazione correlata, in termini percentuali, al credito oggetto di conversione in Sfp, tuttavia accettando *medio tempore* di percepire distribuzioni legate alla *performance* del debitore/emittente. In tal caso, gli utili distribuiti dall'emittente possono essere considerati (sia in capo allo stesso che in capo al percettore) alla stregua di dividendi: infatti, ai sensi dell'art. 44, comma 2, lett. a), Tuir, l'assimilazione ricorre quando la remunerazione degli Sfp è totalmente costituita dalla partecipazione ai risultati economici della società emittente; a tali fini, non rilevano, quindi, né la natura dell'apporto (sia esso o meno qualificabile come apporto di *equity*), né la sua qualificazione giuridica (a prescindere cioè dal fatto che l'Sfp sia dotato anche di altri diritti amministrativi e/o patrimoniali tipicamente spettanti alle azioni).

Nel caso in cui, dunque, si abbiano Sfp assimilati alle azioni, la remunerazione degli Sfp erogata dalla società emittente è pienamente indeducibile in capo a quest'ultima, in forza del disposto dell'art. 109, comma 9, lett. a), Tuir. Per il soggetto sottoscrittore trova applicazione, invece, l'esenzione propria dei dividendi, con la conseguenza che i proventi distribuiti a fronte del possesso degli Sfp concorrono alla formazione della base imponibile Ires esclusivamente per il 5 per cento, a condizione che gli Sfp siano iscritti nei bilanci del sottoscrittore tra i titoli immobilizzati, cioè in una categoria diversa dal *trading* (HFT - *held for trading*), secondo quanto disposto dai commi 2 e 3 dell'art. 89, Tuir. Sempre nella medesima ipotesi, la remunerazione degli Sfp concorre a formare la base imponibile Irap del sottoscrittore per il 50% del loro ammontare (ai sensi dell'art. 6, comma 1, lett. a), d.P.R. 446/1997).

Quanto alla eventuale cessione di questi Sfp da parte del loro sottoscrittore (anche a fronte dell'esercizio di eventuali opzioni), essa è di regola soggetta al regime di *participation exemption*: in tale contesto, le eventuali plusvalenze concorrono alla formazione della base imponibile Ires nella misura del 5 per

cento del loro ammontare (calcolato come differenza tra il valore fiscalmente riconosciuto degli Sfp e il prezzo di cessione degli stessi), al ricorrere di determinate condizioni (quali la sussistenza di un *holding period* di almeno 12 mesi e la loro classificazione in bilancio come titoli immobilizzati), mentre, non sono deducibili le eventuali minusvalenze. Occorre inoltre rimarcare che le differenze di valutazione degli Sfp registrate dal sottoscrittore degli Sfp nel proprio bilancio, non rilevano ai fini Ires, sempreché gli Sfp siano iscritti tra le immobilizzazioni finanziarie (art. 101, comma 2 *bis*, Tuir). Ai sensi dell'art. 113, Tuir, il sottoscrittore degli Sfp potrebbe comunque richiedere, con apposita istanza di interpello, la disapplicazione del regime di *participation exemption*, con la conseguenza che, in caso di accoglimento dell'istanza, potrebbe considerare gli Sfp alla stregua dei crediti convertiti, preservandosi la possibilità di dedurre eventuali successive perdite di valore degli stessi e di svalutarli nei limiti fissati dall'art. 106 Tuir.

Al contrario, qualora gli Sfp vengano strutturati come strumenti di *debt*, gli utili distribuiti dall'emittente non possono qualificarsi come dividendi, dovendo essere trattati come interessi (i quali, come tali, concorrono alla formazione della base imponibile Irap e Ires del sottoscrittore), cosicché in tal caso gli Sfp vanno assimilati alle obbligazioni ovvero qualificati come titoli atipici. Più nello specifico, non sono assimilabili alle azioni gli Sfp il cui rendimento sia anche parzialmente commisurato a parametri differenti dal risultato economico della società emittente o di uno specifico affare (ad esempio, qualora la remunerazione degli Sfp sia correlata a tassi di interesse). Nel caso di Sfp a remunerazione mista (parte fissa/variabile e parte legata ai risultati dell'emittente), è tuttavia deducibile per l'emittente (entro i limiti comunque fissati dalle norme fiscali - ad esempio, entro il limite del 30% dell'Ebitda) esclusivamente la componente di interesse non correlata ai risultati, trovando applicazione la disciplina della indeducibilità di cui al già citato art. 109, comma 9, Tuir, per la parte di remunerazione che comporta la partecipazione diretta o indiretta ai risultati economici dell'emittente. Infine, in caso di cessione di questi Sfp prima della scadenza, l'eventuale plusvalenza (o minusvalenza) evidentemente concorre alla formazione della base imponibile Ires del soggetto cedente.