
Alla ricerca di uno statuto normativo degli strumenti finanziari

di LUIGI ARTURO BIANCHI

La vicenda della “legificazione” degli strumenti finanziari costituisce un caso esemplare delle difficoltà nelle quali il “diritto” è destinato ad imbattersi quando si cimenta nel tentativo di imbrigliare in un paradigma unificante le sfuggenti e mutevoli sembianze che assumono gli “oggetti” dell’attività degli operatori economici. Alla ricerca di una disciplina uniforme dei tipici prodotti dell’ingegneria finanziaria, di crescente importanza e rilievo per i mercati, il legislatore si trova a dover fare i conti non solo con la circostanza che essi risultano “a geometria variabile”, in quanto destinati a un’incessante e continua mutazione genetica, ma anche con il fatto che si tratta di “oggetti” assai diversi tra loro quanto a caratteristiche e finalità pratiche.

Come è noto, il legislatore ha previsto – con l’art. 1, co. 2, TUF, a sua volta il risultato di una ormai lunga stagione di riforme – l’eterogenea e onnicomprensiva categoria degli strumenti finanziari, il cui unico tratto distintivo unificante pare essenzialmente quello della loro “negoziabilità”. Ma l’istanza razionalizzatrice legislativa in questa materia, pur se programmaticamente “aperta” a successivi innesti, paga pegno alla rappresentatività della categoria degli strumenti finanziari, dato che nel suo seno convivono “prodotti” diversissimi tra loro.

Così, accanto ai tradizionali valori mobiliari - come azioni e obbligazioni - e alle quote di organismi di investimento collettivo del risparmio, rientrano nella definizione di strumenti finanziari anche “contratti” e titoli che incorporano diritti o posizioni contrattuali, come la variegata tipologia dei derivati, a loro volta assai diversi - come è ben noto - per caratteristiche e finalità pratiche. La pretesa della *reductio ad unum* della categoria degli strumenti finanziari risulta insomma per molti versi arbitraria dato che, ad onta di una medesima “etichetta”, la vasta congerie dei “prodotti” in essa ricompresa presenta confezioni assai differenziate tra loro. Ad esempio, titoli che fanno formalmente parte della “famiglia” delle obbligazioni *corporate* sono in realtà rappresentativi, in taluni casi - tipicamente nel caso di obbligazioni con rimborso a

lunga o lunghissima scadenza -, del c.d. *quasi-equity* mentre, di converso, strumenti formalmente rappresentativi di capitale - si pensi alle azioni speciali con privilegio nella distribuzione degli utili - presentano per i sottoscrittori i medesimi vantaggi dei *bond*, grazie alla garanzia di un rendimento minimo e alla protezione rispetto agli altri azionisti nel caso di perdite della società.

D'altronde, la stessa *summa divisio* tra "capitale" e "debito" è implicitamente superata dalla recente evoluzione della disciplina societaria, là ove essa attribuisce anche a soggetti che non sono formalmente azionisti - si pensi ai sottoscrittori degli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, comma 6, c.c.- la qualifica di parti del contratto sociale dell'emittente, come ha efficacemente messo in luce Mario Notari nello scritto apparso nel numero 1 di questa Rivista.

Quanto agli strumenti finanziari derivati, il legislatore rinuncia a delineare una qualsiasi forma di tipizzazione contrattuale dei diritti che sono ad essi associati, affidandone implicitamente il compito alla prassi e alla autoregolamentazione degli operatori, con il risultato che, anche a causa della scarsità di elaborazione dottrinale in materia, numerose sono le incertezze circa i limiti di validità e legittimità di alcune delle più diffuse tipologie di questi strumenti finanziari (si pensi ai *futures*).

Sotto altro profilo, il tentativo razionalizzatore del legislatore deve fare i conti con l'esistenza di un'ampia e crescente frammentazione della disciplina dei diversi aspetti degli strumenti finanziari in una miriade di sotto o micro sistemi normativi, ciascuno sovente caratterizzato da un'impostazione diversa da quella degli altri, a seconda dei rispettivi obiettivi di *policy*.

Per limitarsi ad alcuni esempi soltanto - tra i molti prospettabili - le obbligazioni convertibili vengono considerate, nel campo della contabilità IAS *compliant*, alla stregua di titoli rappresentativi di capitale proprio, e dunque con valenza incrementale del patrimonio netto sin dall'esercizio nel quale ha avuto luogo la rispettiva emissione, ancorché, sotto il profilo societario, l'emissione di un prestito obbligazionario si traduca nell'insorgenza di una passività in senso proprio. Quanto ai derivati, specie per le banche, la loro rappresentazione contabile deve riflettere, in ossequio al principio della "prevalenza della sostanza sulla forma" di cui al *Framework* degli IAS/IFRS, le rispettive finalità, di là dalla formale "etichettatura" di ciascun strumento.

In tutt'altro ambito, quello della disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto, anche la disponibilità di posizioni in derivati con *cash settlement* (delle quali si è occupato Guido Ferrarini nel numero 1 della Rivista - si pensi a un *equity swap*) potrebbe venir conteggiata - secondo la recentissima bozza di regolamento Consob - ai fini del computo della soglia di possesso azionario che è rilevante quanto all'obbligo di opa.

Ma se le indicazioni legislative nella materia degli strumenti finanziari sono tutt'altro che risolutive e illuminanti ai fini della rispettiva qualificazione giuridica, quest'ultima costituisce, a ben vedere, uno snodo fondamentale non solo in vista dell'applicazione delle disposizioni di legge o regolamentari contenute nei diversi micro o sottosistemi normativi (primari o secondari) che riconnettono agli strumenti finanziari specifiche conseguenze di legge ma, altresì, nella prospettiva del rispettivo regime tributario. Di qui l'utilità e opportunità di un luogo - quale intende essere la nostra Rivista - di elaborazione e riflessione che, muovendo da una prospettiva di analisi interdisciplinare e da una costante attenzione alle indicazioni della pratica degli affari, metta a fuoco un quadro di riferimento rigoroso e sensibile alle finalità e alle caratteristiche di ciascuno dei diversissimi strumenti finanziari, al fine di contribuire alla definizione di regole tributarie equilibrate e calibrate agli effettivi interessi in gioco nella nostra materia.