

---

# La diversificazione degli strumenti finanziari emettibili: tra opportunità e rischi

di UGO MINNECI

---

È noto che, nell'intento di offrire alle imprese una alternativa ai finanziamenti a trattativa privata (per lo più bancari), il nostro legislatore ha tentato a più riprese di promuovere la via del ricorso al mercato dei capitali.

Più precisamente, al netto del primo esperimento (risalente al 1974) della introduzione delle azioni di risparmio, lo ha fatto in sede di riforma del 2003, riconoscendo la possibilità *quanto* alle s.p.a. di determinare, con più ampi margini di autonomia rispetto al passato, il contenuto di azioni e obbligazioni, nonché di emettere, con vincoli di fattispecie e di disciplina ridotti al minimo, strumenti finanziari innovativi (i c.d. ibridi); *quanto* alle s.r.l. di collocare sul mercato titoli di debito. Ha continuato a farlo anche in prosieguo di tempo, sia ricorrendo alla leva fiscale con l'istituzione dei *Minibond*, sia cercando di assecondare l'innovazione tecnologica attraverso la creazione di un ambiente normativo adatto allo sviluppo del fenomeno della raccolta da parte delle PMI di risorse finanziarie tramite l'offerta in sottoscrizione, a mezzo di portali *on line* di strumenti prima solo di *equity*, poi anche di *debt*.

L'originaria architettura bipolare (da un lato azioni, ovvero strumenti di capitale di rischio con diretta esposizione al rischio dell'impresa societaria e con propri diritti amministrativi; dall'altro lato, obbligazioni ovvero strumenti di debito con causa mutualizia privi di poteri di *voice* e con diritto nominalmente riconosciuto al rimborso del capitale prestatato) ha lasciato il posto a uno scenario contraddistinto da una moltiplicazione delle soluzioni di investimento tale da prefigurare una sorta di *continuum* nell'ambito del quale i confini tipologici degli strumenti emessi finiscono per risultare sempre più fluidi.

Senz'altro, l'impulso alla diversificazione si lascia apprezzare positivamente per avere accresciuto la possibilità di soddisfare esigenze specifiche e distinte.

Al tempo stesso, non può però nascondersi che la progressiva proliferazione degli strumenti appare destinata a passare attraverso differenze di regole sempre più puntuali e di dettaglio.

Dal punto di vista del diritto dei mercati finanziari, la crescente varietà di nuovi strumenti (con correlativa riscrittura dei diritti patrimoniali e/o amministrativi volta per volta accordati), nel porre l'enfasi sul particolare, non può non sollevare il tema della tutela degli

investitori e, di riflesso, della responsabilizzazione degli intermediari: essendo evidente che le sfumature che connotano uno strumento piuttosto che un altro si rivelano per lo più non percepibili al “grosso” del pubblico dei risparmiatori.

Ma anche per il cultore e/o operatore del diritto tributario problemi e dubbi non mancano. Questione non banale si presenta ad esempio la definizione del trattamento fiscale da riservare ai proventi derivanti da strumenti finanziari aventi diritti patrimoniali rafforzati, quando collocati tra dipendenti e manager dell'emittente.

Naturalmente, della complessità non bisogna avere timore; ma occorre saperla gestire. E talvolta per farlo può essere utile partire dalle cose semplici. Al riguardo, di fronte a uno strumento di nuova generazione, un primo passo per inquadrare la natura dell'investimento effettivamente proposto può essere quello di fissare l'attenzione sui seguenti aspetti: modalità di remunerazione; durata; attribuzione o meno di poteri di *voice*; eventuale previsione di una restituzione dell'apporto.

Come evidente, l'insieme dei punti appena richiamati costituisce solo una griglia di valutazione iniziale. Ma da qualche parte bisogna pur sempre cominciare!