

## Diritti patrimoniali e diritti amministrativi negli strumenti finanziari partecipativi

---

### Sommario



*Lo scopo del presente intervento è di illustrare sinteticamente le principali caratteristiche e la natura degli strumenti finanziari partecipativi, soffermandosi, in particolare, sul ventaglio dei diritti, di natura sia patrimoniale che amministrativa, di cui i sottoscrittori di tali strumenti possono essere titolari.*

---

### 1. Inquadramento giuridico e natura

Come è noto, gli strumenti finanziari partecipativi (SFP) sono stati introdotti con la riforma del diritto societario entrata in vigore l'1 gennaio 2004.

La loro disciplina si rinviene, essenzialmente, negli artt. 2346, comma 6 e 2351, comma 5, c.c.

Principale norma di riferimento è l'articolo 2346 c.c., l'ultimo comma del quale prevede la possibilità, per le società per azioni, di emettere strumenti forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, a fronte dell'apporto, da parte dei soci o di terzi, anche di opera o servizi.

La congiunzione “*anche*” vale, nel primo caso, ad evidenziare che la sussistenza di diritti amministrativi costituisce un requisito non necessario dello strumento finanziario, che invece non può non attribuire diritti di natura patrimoniale<sup>1</sup>; nel secondo caso, sia a distinguere detto strumento rispetto ai conferimenti, che invece possono avere per oggetto soltanto denaro, crediti e beni in natura, sia a rendere implicito che l'apporto può essere presentato anche da questi ultimi.

La lettera dell'art. 2346, comma 6, c.c., consente altresì di enucleare un secondo elemento di distinzione tra gli strumenti finanziari in esame e le azioni, rappresentato dal fatto che ai titolari dei primi non può essere attribuito il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti.

Proseguendo nell'analisi delle differenze con l'azione, ulteriori, come si è detto, rispetto al fatto che *a)* la prima viene emessa a fronte di un *conferimento* in denaro, crediti o beni in natura, laddove lo strumento può

---

<sup>1</sup> In dottrina è stato tuttavia sostenuto che lo strumento finanziario potrebbe attribuire anche soltanto diritti amministrativi: v., per riferimenti, G.F. Ferrante, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Notariato*, fasc. 6, 2008, p. 1231 ss.

essere emesso a seguito *anche* dell'*apporto* di opera o servizi, e che *b*) soltanto l'azione attribuisce il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti, un altro fondamentale elemento di differenziazione tra l'azione e lo strumento finanziario è rappresentato dal fatto che soltanto il conferimento viene imputato a capitale sociale, mentre l'apporto può essere diversamente imputato (a patrimonio netto ovvero a passività reale) a seconda delle caratteristiche che lo strumento finanziario avrà secondo quanto previsto dallo statuto.

Quanto da ultimo riferito consente in particolare di introdurre un aspetto fondamentale nella disciplina degli strumenti finanziari di cui all'art. 2346, comma 6, c.c., e cioè la differenza tra gli strumenti finanziari c.d. partecipativi e quelli c.d. non partecipativi.

Il carattere partecipativo dello strumento finanziario è enunciato nella rubrica V del capo V del codice civile contenente la disciplina delle società per azioni, il quale, sotto il titolo "*Delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi*", introduce l'art. 2346 c.c., che tuttavia non spiega cosa debba intendersi per "*partecipatività*".

Non si pretende di rendere conto, in questa sede, dell'ampio dibattito che in dottrina ha avuto per oggetto la definizione della nozione di "strumento finanziario partecipativo" (di seguito anche "SFP"), per cui, in questa sede, mi limiterò ad esporre quella che risulta essere l'accezione prevalentemente accolta.

Può in particolare ritenersi come un dato sostanzialmente acquisito il fatto che gli SFP costituiscono strumenti le cui caratteristiche possono essere considerate come prossime a quelle proprie delle azioni ovvero delle obbligazioni, da cui discende la loro configurazione, nel primo caso, come strumenti di rischio, nel secondo caso, come strumenti di debito.

In tale accezione, la partecipatività costituisce una caratteristica condivisa da azioni e strumenti finanziari, consistente nel fatto che entrambi rappresentano un investimento in capitale di rischio, non assistito da alcuna garanzia o diritto al rimborso, e nel quale i diritti patrimoniali riconosciuti sono funzione dell'andamento e del risultato economico della società emittente, come di seguito verrà meglio evidenziato.

La definizione ora fornita non esaurisce ovviamente la gamma di soluzioni che, nella dottrina e nella prassi, sono state individuate, e che, facendo leva sui due principali temi inerenti le modalità e l'entità della remunerazione dell'apporto e della sua sorte in caso di liquidazione della società (a seconda che sia stata o meno prevista una scadenza), hanno portato a ricostruire le singole fattispecie nelle quali lo strumento finanziario può articolarsi.

A questo punto dell'esposizione può tuttavia senz'altro affermarsi che, di contro alla predetta nozione di partecipatività, a rigore non dovrebbero rientrare tra gli strumenti finanziari partecipativi quegli strumenti finanziari

per i quali la remunerazione è invece determinata in misura fissa, ovvero slegata dalle vicende della società, nonché nei casi in cui è previsto un diritto al rimborso dell'apporto.

A tale ultimo riguardo si colloca in una posizione di confine la fattispecie prevista dall'art. 2411, comma 3, c.c., che prevede l'applicazione della disciplina delle obbligazioni *“agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società”*. Ed invero, in relazione a tali strumenti vi è incertezza in merito alla loro collocazione nel novero degli strumenti finanziari partecipativi (atteso l'elemento di aleatorietà che li caratterizza in rapporto all'andamento della società) ovvero non partecipativi (attesa la previsione di un rimborso o della restituzione dell'apporto che, per quanto condizionati o subordinati, si ritiene non abbiano carattere partecipativo).

Va inoltre evidenziato che lo strumento finanziario si colora del requisito della partecipatività anche qualora, pur in presenza di diritti patrimoniali non partecipativi (tipicamente, come si è detto, il diritto ad una remunerazione fissa o non parametrata all'andamento della società, ed il diritto alla restituzione dell'apporto), lo strumento attribuisca diritti amministrativi, mutuati (ma non necessariamente o non soltanto) da quelli propri del socio di società per azioni, che, in quanto tali, ovvero in quanto incorporanti posizioni giuridiche endosocietarie (che vedremo riferibili, per esempio, all'esercizio del diritto di voto su determinati argomenti, o alla nomina di un componente degli organi sociali previsti dall'art. 2351, comma 5, c.c.), hanno di per sé natura partecipativa, inerendo alla organizzazione e gestione della società emittente.

Ciò può, in ipotesi, condurre alla creazione di numerose combinazioni e categorie di strumenti finanziari, nei quali il requisito della partecipatività sarà più o meno presente a seconda delle modalità di configurazione del diritto patrimoniale, o della presenza di diritti amministrativi, e quindi alla creazione di strumenti ibridi, che si collocano in una posizione intermedia tra azioni e obbligazioni.

Tale caratteristica, invero, unitamente alla libertà contrattuale che le parti hanno nel determinare le caratteristiche dello strumento, ne permette una duttilità e adattabilità al caso concreto, che ne rappresentano la principale ricchezza.

---

## 2. Diritti dei titolari di SFP: diritti patrimoniali

Ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c., la regolamentazione ed il contenuto degli strumenti finanziari partecipativi (oltre che le condizioni e le modalità di emissione) sono lasciati alla determinazione dello statuto, e quindi,

secondo quella che risulta essere l'opinione prevalente, alla competenza dell'assemblea straordinaria dei soci, motivandosi tale scelta, nel silenzio del codice, in ragione dell'incidenza che i diritti attribuiti ai titoli di SFP hanno, con varia intensità, a seconda delle caratteristiche dello strumento, sui diritti dei soci.

Atteso che la norma in esame non contiene alcuna indicazione in merito a quale possa essere il contenuto dei diritti patrimoniali, lo stesso, com'è confermato nella prassi, si traduce prevalentemente nell'attribuzione di un diritto alla partecipazione agli utili della società emittente, alla stessa stregua di quello spettante agli azionisti, declinabile “*secondo una pluralità di sfaccettature*”<sup>2</sup>, che nella prassi hanno assunto le più varie soluzioni. Premesso, pertanto, che l'applicazione fattane nei casi concreti costituisce un significativo riferimento al fine di individuare i diritti riconosciuti dagli strumenti finanziari partecipativi, va tuttavia verificato se l'ordinamento preveda dei limiti al contenuto di tali diritti.

A tale riguardo, in assenza di previsioni che esplicitamente pongano dei veti ai diritti patrimoniali di cui possono essere titolari i portatori di SFP, si ritiene che detti limiti possano essere ricercati in via sistematica, ovvero desumendoli dal rispetto delle prerogative poste in capo agli altri soggetti che concorrono, con i titolari di SFP, alla partecipazione al risultato economico della società.

Senza pretendere di esaurire in questa sede una tematica non priva di complessità, pare possibile affermare che uno di tali limiti possa essere rappresentato dal divieto di escludere i soci dalla partecipazione agli utili della società ai sensi dell'art. 2265 c.c.<sup>3</sup>

La casistica inerente agli SFP è invero varia in dipendenza delle caratteristiche dell'operazione finanziaria nel cui ambito e contesto gli stessi vengono emessi, tuttavia sono rinvenibili alcuni tratti comuni rappresentati<sup>4</sup>:

1. dalla previsione di un trattamento privilegiato, rispetto ai soci, nella ripartizione degli utili che può declinarsi: a) nel diritto a percepire una percentuale degli utili *distribuiti* o un dividendo minimo garantito (ma pur sempre condizionato alla maturazione di un utile distribuibile); b) nel diritto ad una distribuzione obbligatoria degli utili, mediante utilizzo delle riserve disponibili oppure in una percentuale da applicarsi sugli utili di bilancio o di esercizio, fissa oppure legata ad un parametro finanziario;
2. dalla esplicita previsione che gli SFP costituiscono un investimento di rischio e non danno diritto a rimborso dell'apporto;
3. dalla previsione che, in caso di scioglimento della società, l'eventuale attivo derivante dalla liquidazione (dopo che siano stati soddisfatti i

<sup>2</sup> A. Busani e M. Saggiocca, *I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp)*, in *Le Società*, 2012, p. 1193.

<sup>3</sup> In linea generale, su tale limite v. P. Sfamini, in *Diritto agli utili ed alla quota di liquidazione. Principi generali in Commentario alla Riforma delle Società* diretto da Piergaetano Marchetti, Artt. 2346-2362, Milano, 2008, p. 250 ss.

<sup>4</sup> V., per riferimenti alla casistica di seguito citata, anche A. Busani e M. Saggiocca, cit. 1193 s.s.

creditori sociali) venga distribuito in via prioritaria ai portatori di SFP rispetto ai soci ordinari, oppure (più raramente) in concorso con questi ultimi;

4. dalla previsione che gli SFP siano annullati e che nulla sia più dovuto ai relativi portatori laddove la remunerazione conseguita in forza dei diritti patrimoniali attribuiti abbia raggiunto il valore dell'apporto, eventualmente maggiorato di una percentuale (c.d. soglia).

In relazione al punto sopra enucleato *sub* 1, è opportuno evidenziare che, in dottrina, è stato sostenuto che il diritto alla partecipazione agli utili non potrebbe essere condizionato dalla decisione assembleare sulla distribuzione dell'utile, e ciò in base al principio secondo il quale i titolari di strumenti finanziari partecipativi non hanno il diritto di voto nell'assemblea dei soci, e pertanto non potrebbero vedere il loro diritto eterodeterminato<sup>5</sup>.

Con riferimento al punto *sub* 3, può porre dei problemi interpretativi il caso in cui lo statuto nulla preveda sulla sorte degli SFP in caso di scioglimento della società. A tale riguardo appare consigliabile, come in effetti si riscontra nella prassi, stabilire in modo esplicito la relativa disciplina, posto che, in difetto, non sono mancate interpretazioni, da parte della dottrina, volte ad affermare che, nell'ipotesi in esame, gli apporti dovrebbero considerarsi come effettuati a fondo perduto, nel senso che alcuna somma sarebbe dovuta ai portatori di SFP in caso di liquidazione della società<sup>6</sup>.

---

### 3. Diritti dei titolari di SFP: diritti amministrativi

I diritti patrimoniali attribuiti ai titolari di SFP possono (ma non debbono necessariamente) essere accompagnati da diritti di natura amministrativa, intendendosi per tali quei diritti, mutuabili da quelli propri della posizione di socio, ma anche atipici rispetto a questi, che attribuiscono un'incidenza più o meno intensa sull'organizzazione endosocietaria.

In tal caso, il tema del possibile contenuto di tali diritti e del limite che lo stesso può eventualmente incontrare, non si pone in termini dissimili rispetto ai diritti di natura patrimoniale. Infatti, se è vero che, per quanto riguarda i diritti amministrativi, le norme del codice contengono previsioni meno generiche, nondimeno le stesse lasciano ampio spazio alla libertà dell'interprete.

In particolare si può notare che gli unici diritti amministrativi espressamente attribuiti ai portatori di SFP sono quelli previsti:

a) dall'art. 2376, comma 1, c.c., ai sensi del quale le deliberazioni dell'assemblea, *che pregiudicano i diritti di categorie di azioni o di strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi*, devono essere approvate anche dall'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria

---

<sup>5</sup> A. Lolli, *Gli strumenti finanziari*, in A. Maffei Alberti (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, I, 201 ss.

<sup>6</sup> A. Busani, M. Saggiocca, cit., p. 1196.

interessata;

b) dall'art. 2351, comma 5, c.c., ai sensi del quale gli strumenti finanziari partecipativi possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati, ed 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.*

Al di fuori di queste ipotesi specificamente indicate, resta, come detto, alla fantasia dell'interprete determinare, con previsione statutaria, i diritti amministrativi concretamente assegnati ai titolari di SFP.

A tale riguardo, l'unico limite espresso dalla disciplina codicistica è rappresentato dall'esclusione del voto dall'assemblea degli azionisti, come previsto dall'art. 2346, comma 6, c.c.

Si tratta quindi di verificare, al pari di quanto fatto per i diritti patrimoniali, se vi siano degli altri limiti c.d. di sistema, che ostino alla attribuzione di determinati diritti, la cui esatta individuazione è tuttavia ritenuta problematica da parte della dottrina.

A tale riguardo è stato affermato che l'esercizio in comune dell'attività economica previsto dall'art. 2247 c.c. dovrebbe restare di prerogativa dei soci, con conseguente esclusione di un diritto generalizzato di veto da parte dei portatori di SFP ovvero della sostituzione di questi ultimi nella determinazione delle linee di gestione generale della società<sup>7</sup>, nonché che il diritto di voto degli strumentisti non dovrebbe "*potersi estendere sino al punto di svuotare, di fatto, le attribuzioni dell'assemblea dei soci*"<sup>8</sup>.

Nondimeno, atteso l'interesse dei titolari di SFP nei confronti di operazioni, in particolare modo di carattere straordinario, che possono pregiudicare il loro investimento, nella prassi applicativa si rinvengono clausole statutarie volte a prevedere diritti di veto, in loro favore, sulle delibere sociali aventi per oggetto, a titolo esemplificativo, la modifica dell'oggetto sociale nonché operazioni di fusione e/o scissione o di trasformazione<sup>9</sup>.

Non solo, taluni regolamenti si sono spinti sino a prevedere che un tale diritto di veto abbia per oggetto il superamento di un determinato indebitamento ovvero atti di disposizione di beni strategici<sup>10</sup>, che nel caso di specie si è tradotto nella previsione dell'obbligo di approvazione in sede di consiglio di amministrazione, da parte dell'amministratore designato dai portatori di SFP, di una serie di operazioni individuate dallo statuto. Le modalità di espressione del consenso da parte degli SFP, di prassi disciplinato prevedendo che, per le materie previste, la delibera

---

<sup>7</sup> In tale ordine di idee v. A. Barlolacelli, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, Milano, 2012, p. 257-260.

<sup>8</sup> V. A. Busani e M. Saggiocca, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, in *Le Società*, 2011, p. 930.

<sup>9</sup> V. A. Busani e M. Saggiocca, *Gli strumenti finanziari*, cit. p. 930.

<sup>10</sup> V. A. Busani e M. Saggiocca, *Gli strumenti finanziari*, cit. p. 930.

dell'assemblea dei soci non possa essere validamente adottata prima che abbiano espresso voto favorevole i titolari di SFP, viene ritenuta strumento di tutela avente efficacia reale<sup>11</sup>.

L'argomento da ultimo riferito consente di accennare a due aspetti in relazione ai quali intendo concludere questo breve contributo.

Il primo attiene al *luogo* nel quale debba esprimersi la volontà dei portatori di SFP, con riferimento al quale è ampiamente condiviso dalla dottrina che tale luogo debba essere individuato non nell'assemblea dei soci (stanche anche il divieto di cui all'art. 2346, comma 6, c.c.), bensì, come del resto avviene nella prassi, in una assemblea speciale chiamata a pronunciarsi e a deliberare, prima dell'assemblea dei soci, con le modalità previste dallo statuto.

Il secondo riguarda la possibilità, per i titolari di SFP, di far valere l'*annullabilità* delle delibere adottate dall'assemblea dei soci in violazione delle loro prerogative, pure in relazione alla quale la dottrina ritiene, prevalentemente, che ciò sia consentito dalla natura non inderogabile dell'art. 2377 c.c.

---

Il presente contributo è stato pubblicato l'11 luglio 2014 sulla banca dati "Lex 24" sul sito web de *il Sole 24 Ore*.



---

<sup>11</sup> U. Tombari, *Gli strumenti finanziari nella riforma della società di capitali*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006, p. 157.