

OBBLIGAZIONI PERPETUE

Le società per azioni possono emettere strumenti finanziari non convertibili in azioni, denominati nella prassi “obbligazioni ibride perpetue subordinate”, che non attribuiscono diritti amministrativi e che hanno le seguenti principali caratteristiche:

(i) il prestito non è esigibile per tutta la durata della società, o comunque fino al verificarsi di una causa di scioglimento della stessa o alla sua sottoposizione ad una procedura concorsuale (c.d. “perpetuità”);

(ii) il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale sono postposti rispetto a quelli degli altri obbligazionisti (c.d. “subordinazione della remunerazione e del rimborso”);

(iii) il pagamento della cedola è eventuale, in quanto suscettibile di sospensione, di rinvio o di decurtazione, alla sola discrezione della società (c.d. “flessibilità della remunerazione”), fermo restando il diritto degli obbligazionisti a ottenere, prima di qualsiasi distribuzione agli azionisti, il pagamento degli eventuali interessi non pagati.

In presenza di queste caratteristiche, è legittima l’iscrizione nel patrimonio netto, come riserva, della posta costituita a fronte dell’emissione delle obbligazioni ibride perpetue subordinate, e ciò sia per le società che applichino i principi contabili internazionali (in forza dello IAS 32), sia per le società che applichino i principi contabili nazionali. Di conseguenza, all’emissione delle obbligazioni in questione non si applica il limite quantitativo previsto dall’art. 2412 cod. civ.

L’emissione delle obbligazioni perpetue è consentita anche quando la società emittente è costituita a tempo indeterminato.

Salvo il caso in cui lo statuto preveda espressamente una regola alternativa, la competenza a deliberare l’emissione di obbligazioni ibride perpetue subordinate spetta all’organo amministrativo, anche quando essa dia luogo all’iscrizione di una posta di patrimonio netto.

L’iscrizione nel patrimonio netto, come riserva, della posta costituita a fronte dell’emissione delle obbligazioni ibride perpetue subordinate comporta il suo assoggettamento alle regole in materia di assorbimento delle perdite previste dal diritto italiano; l’erosione o la cancellazione della riserva in conseguenza di perdite, tuttavia, non incidono sul rapporto con i possessori delle obbligazioni ibride perpetue subordinate, che mantengono inalterati i loro diritti verso la società emittente quali che siano la

sorte e la consistenza della riserva; l'erosione della riserva comporta la necessità della sua ricostituzione prima che possano essere effettuate, in qualsiasi forma, distribuzioni agli azionisti.

1. Fattispecie

L'emissione di obbligazioni ibride subordinate denominate "perpetue", è effettuata dalle società azionarie, oltre che per tutti i ricorrenti motivi che sottendono all'emissione di strumenti finanziari legati al reperimento di risorse¹, anche per due specifiche ragioni: (i) rafforzare la propria struttura patrimoniale senza appesantire il rapporto tra debito e capitale, come si vedrà accennando alla loro appostazione a bilancio; (ii) consentire all'emittente di evitare effetti diluitivi sul controllo della gestione, non attribuendo tali peculiari strumenti ai portatori diritti amministrativi di alcun genere, rispetto alla organizzazione della società.

La figura può essere ricondotta alla previsione dell'art. 2411 c.c.², almeno per il ricorrere di qualcuna delle caratteristiche predette (la restituzione subordinata al rimborso di altri creditori della società, compresi i portatori di obbligazioni senior; la modulazione dei tempi e dell'entità del rimborso legata all'andamento economico della società emittente, l'assenza di diritti amministrativi). Si tratta di strumenti finanziari, di solito, ma non necessariamente, destinati a essere quotati in mercati regolamentati o in

¹ Rimarca la progressiva riduzione dei vincoli normativi alla provvista finanziaria Stanghellini, Strumenti finanziari, in Trattato delle società diretto da Donativi, tomo II, società per azioni, Milano 2022, pp. 829 ss.

² Il rapporto tra strumenti previsti dall'art. 2346 c.c. e strumenti regolati dall'art. 2411 c.c. è esaminato compiutamente da Stanghellini, op. cit. pp. 834 ss.. L'autore individua le seguenti principali differenze: a) "sono sempre qualificabili come strumenti finanziari partecipativi, anche se non attribuiscono diritti amministrativi, gli strumenti finanziari che attribuiscono diritti patrimoniali di carattere partecipativo", come il diritto agli utili, "senza che la società assuma verso di loro un debito di qualsiasi natura esigibile durante la vita della società"; b) gli strumenti finanziari che attribuiscono "ai loro possessori un diritto al rimborso dell'apporto esercitabile durante societate" ma non in modo incondizionato, sono partecipativi quando attribuiscono diritti amministrativi, sono invece obbligazionari quando non attribuiscono diritti amministrativi riguardanti il funzionamento della organizzazione sociale. Esistono in proposito ulteriori ricostruzioni della differenza tra i due tipi di strumenti finanziari. Secondo la prima, la distinzione risiederebbe nel fatto che gli stp non comporterebbero mai un diritto alla restituzione dell'apporto, che verrebbe definitivamente acquisto al patrimonio sociale anche se non imputato a capitale: tra gli altri Tombari, Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346 ultimo comma c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni, in Riv. Dir. Comm. 2006, I, 143. Secondo una diversa tesi anche gli stp darebbero sempre luogo ad un diritto di rimborso, ma sarebbero caratterizzati rispetto agli strumenti finanziari ex art. 2411 dalla compresenza necessaria di diritti amministrativi: così Ferri jr., Fattispecie societaria e strumenti finanziari, in Riv. Dir. Comm. 2003, p. 814; Spada, Provvista del capitale e strumenti finanziari, in Banca, Borsa e titoli di credito, 2009, I, p. 628 ss..

sistemi multilaterali e/o rivolti alla sottoscrizione di investitori qualificati soggetti a vigilanza prudenziale, che presentano contemporaneamente alcune caratteristiche delle azioni ed altre – preponderanti – delle obbligazioni. Come le normali obbligazioni, comportano il pagamento periodico di una cedola e non conferiscono diritti amministrativi ai loro portatori. In altre parole, diversamente dalle azioni, le obbligazioni che si esaminano comportano un obbligo contrattuale di pagamento della cedola in misura predeterminata (e non incrementabile o comunque variabile - salva la previsione di un tasso variabile o indicizzato - come può accadere per il dividendo) e non attribuiscono ai portatori alcun diritto di voto nell'assemblea degli azionisti. Come le azioni, tuttavia, la loro durata massima è commisurata alla vita della società o comunque al ricorrere di una causa di scioglimento o alla sottoposizione ad una procedura concorsuale³ e il pagamento della cedola può essere differito o sospeso o decurtato (alla stregua di quanto accade per il dividendo, anche se i regolamenti di emissione prevedono di solito che il pagamento delle cedole sia prioritario rispetto al pagamento dei dividendi) e il loro rimborso, eventuale, è subordinato rispetto a quello delle altre obbligazioni (ma non rispetto a quello delle azioni), caratteristiche queste che comportano la possibilità di non ricomprenderle tra i debiti bilancistici. In dettaglio, volendo schematizzare, i prestiti obbligazionari ibridi si differenziano dai consueti titoli obbligazionari, per le caratteristiche di seguito illustrate:

- subordinazione della remunerazione e del rimborso;
flessibilità della remunerazione: con riferimento al rimborso del capitale, i *bond* ibridi risultano (i) subordinati a tutte le passività attuali e future dell'emittente, (ii) *pari passu* rispetto a strumenti simili già emessi o da emettere, e (iii) sovraordinati (*senior*) rispetto unicamente alle azioni rappresentative del capitale sociale dell'emittente (o ad altri strumenti di capitale quali gli strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346, sesto comma, del codice civile); inoltre il pagamento delle singole cedole può essere posticipato, a discrezione della Società, sulla base di uno specifico meccanismo di differimento, condizionando in tal caso il pagamento degli interessi così differiti a taluni eventi

³ Con le eccezioni delle azioni riscattabili e, per chi le ammetta, delle azioni "a tempo". Si veda la massima di Firenze 66/2018.

specifici, tra cui la distribuzione dei dividendi da parte della società, il pagamento di cedole su strumenti di pari subordinazione o il compimento di talune operazioni (quali le operazioni di *liability management* o riacquisto) in relazione a strumenti di pari subordinazione ovvero ad essi subordinati, e fatte comunque salve le eccezioni disciplinate nel regolamento dei titoli;

perpetuità: i titoli ibridi in esame presentano una durata c.d. “perpetua”; in altre parole il rimborso del prestito è legato a taluni eventi che determinano la cessazione della società, tra cui lo scioglimento o la liquidazione di quest’ultima. In considerazione della scadenza, le agenzie di *rating* riconoscono al prestito obbligazionario ibrido un contenuto *equity* rappresentato da una percentuale del valore totale emesso. In particolare, qualora sia prevista una scadenza non inferiore a 60 anni, le agenzie riconoscono ai *bond* ibridi un contenuto di *equity* pari almeno al 50% dell’importo emesso. Si sottolinea, tuttavia, che i regolamenti di emissione dei *bond* ibridi possono prevedere opzioni di rimborso anticipato delle obbligazioni emesse, da esercitarsi a discrezione dell’emittente (clausola di rimborso anticipato), successivamente al decorso di un periodo iniziale, generalmente fissato in almeno 5 anni dalla data di emissione (cd. *Call Date*). Qualora alla *Call Date* l’emittente optasse per riacquistare lo strumento senza effettuare una nuova emissione, l’importo del restante portafoglio di *bond* ibridi emessi potrebbe essere riclassificato interamente come debito.

Le caratteristiche di subordinazione e di differimento degli interessi dei titoli ibridi determinano generalmente un costo superiore di tali strumenti rispetto alle normali obbligazioni. In base ai principi del nostro diritto societario non sembra che la loro emissione contrasti con qualche norma imperativa né che la loro emissione debba essere limitata alle ipotesi di quotazione dei titoli in un mercato regolamentato o di piazzamento in favore di investitori qualificati.

2. *Obbligazioni perpetue e durata statutaria della società emittente.*

Premesso che la loro appostazione a patrimonio netto deriva, come detto, da alcune caratteristiche che le rendono simili alle azioni⁴, si deve stabilire se sia necessario che la società che le emette abbia indicato in statuto la propria durata a data certa o se possa emetterle anche nel caso di previsione statutaria di durata illimitata.

Sembrerebbe, ed è questa una prima possibile soluzione del problema, che l'emissione delle obbligazioni perpetue debba essere consentita anche nel caso in cui lo statuto della società emittente preveda la durata illimitata, sulla base della ovvia considerazione che la scadenza della società è solo una delle possibili cause di scioglimento previste dalla legge e che pure la durata fissa potrebbe essere successivamente prorogata o trasformata in durata illimitata, a meno di non volere immaginare un divieto, difficilmente giustificabile, di assumere siffatte deliberazioni riguardanti la durata in pendenza del rimborso di un prestito obbligazionario perpetuo o di reputare che la proroga della durata o la sua fissazione sine die provochino un obbligo di rimborso anticipato del prestito⁵, ferma comunque la possibilità che tali modifiche societarie durante la vita del prestito possano configurare una ipotesi di modifica delle sue condizioni, tale da necessitare della approvazione dell'assemblea degli obbligazionisti ex art. 2415 c.c..

Tuttavia sarebbe immaginabile anche una diversa soluzione, più conservativa. Se la società emittente modificasse la propria durata da fissa a illimitata, dovrebbe verificarsi per le obbligazioni perpetue un pendant del diritto di recesso, con un obbligo di estinzione anticipata dell'emissione obbligazionaria perpetua a carico della società. Se la società fosse stata invece contratta originariamente a tempo indeterminato, non potrebbe emettere obbligazioni perpetue senza prima fissare la durata ad una data fissa. Un

⁴ Si veda in proposito lo Ias 32, che obbliga a classificare i titoli ibridi tra le passività finanziarie o tra gli strumenti di capitale a seconda delle rispettive definizioni. Il par. 11 dello Ias 32 stabilisce, infatti, che “una passività finanziaria è qualsiasi passività che sia un’obbligazione contrattuale a consegnare disponibilità liquide o un’altra attività finanziaria a un’altra entità...” e proseguendo, ai sensi del par. 25 dello Ias 32 “uno strumento finanziario che richiede all’entità di consegnare disponibilità liquide o altra attività finanziaria (...), qualora si verifichino o non si verifichino eventi futuri incerti (o subordinatamente all’esito di circostanze incerte) che sono al di fuori del controllo di entrambe le parti, (...), è una passività finanziaria per l’emittente, a meno che: (.....) b) all’emittente possa essere richiesto di estinguere l’obbligazione con disponibilità liquide o altra attività finanziaria (o altrimenti di estinguerla in modo tale che diventi una passività finanziaria) soltanto in caso di liquidazione (...).”

⁵ Si potrebbe in tal caso fare ricorso alla dottrina e alla giurisprudenza circa la sorte del prestito obbligazionario nel caso in cui la spa deliberi di trasformarsi in srl.

possibile parallelo sarebbe rappresentato dal caso ricorrente nella prassi del pegno su partecipazioni da concedersi in favore di una banca a garanzia della restituzione di un finanziamento accordato dalla stessa e dalla preventiva richiesta da parte della banca di modificare lo statuto della società le cui partecipazioni sono concesse in pegno, per quanto riguarda i limiti alla circolazione delle partecipazioni (soprattutto per escludere in caso di vendita forzata l'eventuale prelazione spettante agli altri soci, ma anche il gradimento e il diritto di prima offerta) .

3. Obbligazioni perpetue e strumenti finanziari partecipativi

La letteratura sugli strumenti finanziari partecipativi (previsti dall'art. 2346 sesto comma del c.c.) è ormai vastissima. Volendo sintetizzare, appare condivisibile la posizione di chi reputa che la determinazione del loro "contenuto patrimoniale si presenta del tutto libera e svincolata"⁶, come accade per le obbligazioni, e che la qualificazione di strumento finanziario partecipativo deriva dalla attribuzione, in aggiunta a quella di diritti patrimoniali, anche di uno o più diritti amministrativi che la legge riconosce agli azionisti, elemento questo che vale principalmente a distinguerlo dalle obbligazioni.⁷ Rispetto agli strumenti finanziari partecipativi, sia pure di lunga durata (c.d. irredimibili), le obbligazioni ibride subordinate perpetue non attribuiscono infatti ai loro portatori alcun diritto amministrativo, fatta eccezione ovviamente per i diritti amministrativi che la legge accorda ai portatori di obbligazioni di qualsiasi specie (diritto a partecipare all'assemblea degli obbligazionisti e di nominare il rappresentante comune). In punto di disciplina sostanziale si deve assumere che: (i) pur essendo nella prassi destinate alla quotazione in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione o ancora alla sottoscrizione di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale e dunque con esclusione del limite di cui al primo comma dell'art. 2412 c.c., anche negli altri casi non sembrano comunque applicabili i limiti del doppio di capitale e riserve di cui all'art. 2412 c.c. stante

⁶ Notari, Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina, in Banca, Borsa e Titoli di credito, 2003, 549.

⁷ Notari, Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società, in AA.VV. Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statuari, Milano 2003 pp. 46 ss.. Si vedano anche gli autori citati in nota 2.

la loro appostazione bilancistica al di fuori dei debiti; (ii) sembrano altresì applicabili le norme specifiche e i principi propri delle obbligazioni in tema di fusione, scissione, trasformazione, riduzione del capitale.

4. *Organo competente a deliberare l'emissione delle obbligazioni perpetue*

Si deve a questo punto stabilire se, in assenza di una clausola statutaria specifica che deroghi alla disciplina legale, la delibera relativa alla emissione delle obbligazioni ibride perpetue compete all'organo amministrativo o, viste le analogie contabili con le azioni, all'assemblea degli azionisti, come accade di regola per gli aumenti del capitale. Sembra potersi concludere, anche alla luce del loro trattamento fiscale⁸ ma soprattutto per la loro prevalenza nella distribuzione finale rispetto alle azioni della società emittente – come si dirà - che anche le obbligazioni ibride perpetue subordinate rientrano nella fattispecie delle "obbligazioni" prevista nell'art. 2411 c.c. ((è previsto l'obbligo di restituzione dell'investimento, legato a eventi futuri sia pure eventuali (default o scioglimento della società) e il pagamento periodico (ma eventuale) di interessi)) con la conseguenza che la loro emissione potrà validamente essere deliberata dall'organo amministrativo⁹.

5. *Obbligazioni perpetue, appostazione in bilancio e incidenza delle perdite*

E' il momento di stabilire quali siano le conseguenze della allocazione delle obbligazioni tra le poste del patrimonio netto, dando vita ad una apposita riserva "targata"¹⁰. Si è detto che alcune caratteristiche delle obbligazioni

⁸ Risposta all'interpello riguardante la corretta qualificazione di titoli e il trattamento fiscale, ai fini Ires, dei relativi interessi, n. 291 del 2020 AE. Sulla possibilità di ricavare dalla normativa fiscale spunti di interpretazione sostanziale si rimanda a Spada, Dalla società civile alla società semplice di mero godimento, in Riv. Not. 2016, p. 842.

⁹ Al contrario la competenza ad emettere strumenti finanziari partecipativi spetta alla assemblea straordinaria: massima Milano n. 163 del 2017.

¹⁰ Per il trattamento contabile e rispettivamente una sintesi delle posizioni della dottrina circa il trattamento contabile degli strumenti finanziari partecipativi si rimanda a Stanghellini, op. cit. p. 840 ss. e Maugeri, Partecipazione sociale e attività di impresa, Milano 2010, pp. 259 ss., specialmente in nota 150. Di recente si vedano anche la massima 164/2017 di Milano e la massima 69/2018 di Firenze, circa la incidenza delle perdite. Le due massime sono commentate da Lamandini, in Le Società 2018, dove si legge, e la conclusione parrebbe applicabile anche alle obbligazioni ibride perpetue, che "Nulla si oppone all'esistenza di "investimenti" finanziari "di rischio", iscritti in patrimonio ma fuori capitale, che corrono il rischio di impresa, se ciò è espressione di chiare, libere e consapevoli scelte contrattuali delle parti".

ibride perpetue depongono a favore della loro appostazione tra le riserve. Ci si riferisce alla durata, alla subordinazione alle altre obbligazioni in caso di rimborso e alla possibilità di sospendere/limitare il pagamento della cedola. In altre parole l'inesistenza di un diritto certo dei portatori al rimborso dell'investimento e alla percezione della cedola, unito alla durata "perpetua", caratteristiche simili a quelle proprie delle azioni, varrebbero a consentire la loro iscrizione tra le poste del patrimonio netto¹¹. In questo senso conclude lo Ias 32 citato nella precedente nota 2. Ciò necessariamente comporta l'assoggettamento di tale posta alle regole dell'assorbimento delle perdite previste dal diritto italiano, pena la sua non iscrivibilità a patrimonio netto. Sembrano applicabili le conclusioni raggiunte da una recente sentenza della Cassazione¹², trattandosi anche nel nostro caso di una riserva altamente vincolata, in quanto soggetta ad evidenti pericoli di volatilità, che rappresenta storicamente la composizione del patrimonio netto al momento della emissione delle obbligazioni perpetue, dunque non distribuibile. Si precisa che l'erosione o la cancellazione della riserva dovute alla copertura di eventuali perdite non incidono sul rapporto sottostante, di tal modo che l'obbligazionista mantiene inalterati i suoi diritti anche a seguito della riduzione o della cancellazione della riserva¹³. L'erosione della riserva comporta la necessità della sua ricostruzione prima che la società emittente possa distribuire utili ai suoi azionisti, a causa della antergazione delle ragioni degli obbligazionisti perpetui a quelle degli azionisti¹⁴.

¹¹ Per gli strumenti finanziari partecipativi conclude in questo senso, tra gli altri, Abriani, *Partecipazione azionaria, categorie di azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Le società per azioni*, Trattato di diritto commerciale diretto da Cottino, Padova 2010, p. 338.

¹² Cassazione n. 15087 del 12 maggio 2022, circa la "riserva da plusvalenza del valore delle controllate", la sua utilizzabilità a copertura delle perdite e l'ordine di utilizzo delle riserve, in base al principio di imputazione delle riserve dalla meno vincolata alla più vincolata.

¹³ In senso contrario, sia pure con riferimento agli strumenti finanziari partecipativi, Trib. Napoli 25 febbraio 2016, in *Le Società* 2016 976 ss.; Mignone, *Strumenti finanziari partecipativi del genere "mezzanino": se sei riserva, non puoi fare il capita....le*, in *Banca Borsa e Titoli di credito*, II 2017, 491 ss.

¹⁴ Lo stesso principio, sempre in tema di strumenti finanziari partecipativi, è stato affermato dalla commissione massime di Milano (massima 164 del 2017) e dalla commissione fiorentina nel 2018; in senso conforme Stanghellini, *Commento all'art. 2446 in Le società per azioni* diretto da Abbadessa e Portale, Milano 2016, 2718.