



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

**DIPARTIMENTO DI AFFERENZA RELATORE
"DIRITTO PRIVATO E CRITICA DEL DIRITTO"**

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN
ECONOMIA E DIRITTO**

TESI DI LAUREA

"Gli strumenti di finanziamento alternativi per le s.r.l.: i titoli di debito"

RELATORE:

CH.MO PROF. MARCO SPERANZIN

LAUREANDA: MARIA CHIARA DAZZI

MATRICOLA N. 1183783

ANNO ACCADEMICO 2019 – 2020

Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere.

Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

The candidate declares that the present work is original and has not already been submitted, totally or in part, for the purposes of attaining an academic degree in other Italian or foreign universities. The candidate also declares that all the materials used during the preparation of the thesis have been explicitly indicated in the text and in the section "Bibliographical references" and that any textual citations can be identified through an explicit reference to the original publication.

Firma dello studente

Maria Chiara Rossi

INDICE

INTRODUZIONE	5
1. IL FINANZIAMENTO DELLE S.R.L.	7
1.1 LE FONTI DI FINANZIAMENTO DELLE S.R.L. IN ITALIA	7
1.2 IL FINANZIAMENTO DEI SOCI E IL PROBLEMA DELLA SOTTOCAPITALIZZAZIONE NOMINALE.....	10
1.3 L'INDEBITAMENTO BANCARIO	12
1.4 STRUMENTI DI FINANZA ALTERNATIVA	16
2. LA DISCIPLINA DEI TITOLI DI DEBITO NELLE S.R.L.	23
2.1 I "TITOLI DI DEBITO" NEL LINGUAGGIO DELL'ESPERIENZA GIURIDICA ITALIANA.....	23
2.2 L'EVOLUZIONE DEI TITOLI DI DEBITO NELLE S.R.L.....	25
2.3 PREVISIONE NELL'ATTO COSTITUTIVO E ORGANO COMPETENTE ALL'EMISSIONE	29
2.4 L'ART. 2483 C.C. E LA QUESTIONE DELLA MANCATA INDICAZIONE DEI LIMITI QUANTITATIVI PREVISTI PER L'EMISSIONE	33
2.5 LA DELIBERA DI EMISSIONE.....	36
2.6 FORMA DEI TITOLI DI DEBITO	37
2.7 CONTENUTO DELLA DECISIONE DI EMISSIONE DEI TITOLI DI DEBITO	39
2.8 TITOLI DI DEBITO CONVERTIBILI	40
2.9 LA SOTTOSCRIZIONE	41
2.10 IL REGIME DELLA GARANZIA	45
2.11 LA PREVISIONE DI COVENANTS.....	48
2.12 MODIFICA DELLE CONDIZIONI DI PRESTITO DEI TITOLI DI DEBITO ED OPERAZIONI STRAORDINARIE ...	49
2.13 TITOLI DI DEBITO ED OBBLIGAZIONI	50
2.14 FISCALITÀ DEI TITOLI DI DEBITO	52
2.15 IL COLLOCAMENTO NEL MERCATO EXTRAMOT PRO.....	58
2.16 VANTAGGI E SVANTAGGI COLLEGATI AL LORO UTILIZZO	61
3. IL CASO ACQUE VERONESI S.C.A.R.L. ED ALTO TREVIGIANO SERVIZI S.R.L. ALL'INTERNO DEL PROGETTO VIVEREACQUA	65
3.1 LA CARTOLARIZZAZIONE DEI MINIBOND.....	65
3.2 IL PROGETTO VIVERACQUA.....	68
3.3 L'OPERAZIONE HYDROBOND I E II	70
3.4 IL CASO ACQUE VERONESI S.C.A.R.L.....	73
3.5 IL CASO ALTO TREVIGIANO SERVIZI S.R.L.....	81
3.6 I DUE TITOLI DI DEBITO A CONFRONTO	84
3.7 I PAGAMENTI DELLE NOTES.....	85
3.8 I RISULTATI OTTENUTI.....	87
CONCLUSIONI	91
APPENDICE.....	93
RIFERIMENTI	97

INTRODUZIONE

Nel panorama italiano, il tipo societario maggiormente utilizzato risulta essere quello della s.r.l., infatti, è da molti anni che i sistemi camerali nel fornire i dati relativi alla demografia delle imprese, segnalano il declino delle imprese individuali e delle società di persone a favore di quelle di capitali che, nella maggioranza dei casi, risultano essere società a responsabilità limitata¹.

L'utilizzo di questo tipo societario è storicamente collegato a problemi di sottocapitalizzazione (come evidenziato nel Capitolo 1) in particolare, le scelte di finanziamento di queste società sono caratterizzate dal massiccio ricorso al debito piuttosto che al capitale di rischio e, in particolare, dalla prevalenza del bancocentrismo (*trend* iniziato con la crisi del 2008).

Con il passare degli anni, la sottocapitalizzazione delle s.r.l. ha creato diverse situazioni patologiche che hanno spinto il legislatore a cercare di arginare tale problematica introducendo strumenti di finanzia alternativa. In particolare, l'intervento normativo che ha "spianato" la strada alle successive misure per favorire il rafforzamento finanziario di queste società risulta essere l'introduzione, attraverso il D.Lgs n. 6 del 2003, dell'art. 2483 del Codice Civile che consente l'emissione di titoli di debito da parte delle società a responsabilità limitata, fino a quel momento vietata. L'obiettivo sottostante la citata riforma societaria, è stato proprio quello di favorire la crescita e la competitività delle società e perciò di ampliare, nei limiti del modello societario prescelto, le modalità di accesso alle fonti di finanziamento².

Il legislatore, nel corso degli anni, ha implementato vari strumenti alternativi in grado di finanziare le s.r.l. facendo sì che, rispetto al modello previsto dal legislatore del '42 che risulta chiuso nella sua struttura finanziaria, si propendesse ad una graduale apertura al mercato da parte di queste società.

Pertanto, dopo aver descritto nel primo Capitolo, le peculiarità dell'approvvigionamento delle s.r.l. e i principali interventi volti a favorirne il finanziamento alternativo, si procederà, nel Capitolo 2, a descrivere la disciplina prevista per i titoli di debito emessi da parte delle s.r.l., a partire dalla lettura dell'art. 2483 c.c. ed in particolare affrontando: le modalità di emissione, il contenuto e i soggetti legittimati alla loro sottoscrizione.

¹ Da alcuni criticati, sul punto si veda CAMPOBASSO M., *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"?* in IRRERA M. (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi*, Giappichelli Editore, Torino, 2020, p. 19

² Risoluzione dell'Agenzia delle Entrate n. 54/E del 2009

Infine, nel Capitolo 3, verrà presentato un caso pratico relativo all'emissione di titoli di debito da parte delle società Acque Veronesi s.c.a r.l. e Alto Trevigiano Servizi s.r.l., società appartenenti al consorzio Viveracqua, società consortile raggruppante 12 gestori del servizio idrico integrato della regione Veneto. Il consorzio, nato nel 2011, al fine di poter ottenere le risorse per realizzare gli obiettivi posti alla base del c.d. progetto Viveracqua, ha emesso nel 2014 e nel 2016 due serie di *hydrobond* (8 nella prima *tranche* e 5 nella seconda).

Pertanto, alla luce delle considerazioni effettuate nel Capitolo 2, verranno analizzate le peculiarità legate ai due titoli di debito, emessi dalle due società a responsabilità limitata precedentemente citate, mettendone in luce i principali aspetti in merito: alle loro caratteristiche, alla loro emissione e sottoscrizione e, infine, analizzando i principali benefici ottenuti dall'emissione di questi strumenti di finanziamento alternativo.

1. IL FINANZIAMENTO DELLE S.R.L.

SOMMARIO – 1.1. Le fonti di finanziamento delle s.r.l. in Italia – 1.2. Il finanziamento dei soci e il problema della sottocapitalizzazione nominale – 1.3. L'indebitamento bancario – 1.4. Strumenti di finanza alternativa

1.1. Le fonti di finanziamento delle s.r.l. in Italia

Storicamente, il tessuto industriale italiano è stato, ed è tutt'ora caratterizzato, da società di piccole e medie dimensioni (P.M.I.³), in particolare s.r.l. che, nella maggior parte dei casi, sono gestite da un'unica famiglia che detiene la maggioranza del capitale sociale. Secondo l'AIDAF (Associazione Italiana delle Aziende Familiari), in Italia si stima che le aziende familiari nel 2018 siano oltre l'85% del totale delle aziende e che pesino, in termini di occupazione circa il 70%⁴. Inoltre, i dati dello stesso anno risultano in linea con il contesto europeo di appartenenza ma, l'elemento che le differenzia è il ricorso da parte delle famiglie imprenditoriali a manager esterni; infatti, per il 66% delle imprese italiane a conduzione familiare, il potere decisionale è concentrato in capo alla famiglia, mentre in Francia questa fattispecie si riscontra nel 26% delle aziende familiari e nel Regno Unito solamente nel 10%⁵.

Questo sistema di *corporate governance* risulta essere un elemento di forza nella prima fase di vita della società, ma potrebbe rappresentare un problema nel momento in cui risulta un ostacolo all'apertura verso nuove forme di azionariato in grado di apportare capitale da impiegare nell'attività sociale⁶. In questo modo, le s.r.l. non accrescono il proprio valore economico e non creano opportunità di espansione e di crescita. Per tale motivo l'approvvigionamento finanziario di queste entità risulta cruciale.

Infatti, la società, nel realizzare l'attività prevista dall'oggetto sociale, deve essere provvista dei mezzi necessari ad implementare operazioni in grado di dare attuazione alle attività sociali.

³ Il legislatore non ha fornito una definizione di P.M.I., pertanto, come precisato dal Comitato Triveneto dei Notai, nella massima I.N.1, bisogna far riferimento alla Raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE allegato 1. Quindi sono considerate tali le s.r.l. che rispettino tali requisiti oggettivi:

- il loro oggetto sociale è riconducibile a qualsiasi attività economica, anche non commerciale e anche non di impresa;
- non appartengono a gruppo di imprese il cui potere economico superi quello di una P.M.I. ai sensi degli artt. 3, 6 e 9 della Raccomandazione;
- ha un numero di dipendenti inferiore alle 250 unità ed hanno un fatturato annuo superiore ai 50 milioni di euro oppure un totale di bilancio annuo non superiore ai 43 milioni di euro.

⁴ Dati estrapolati dal 10° Osservatorio AUB (AIDAF, Unicredit e Bocconi) sulle aziende familiari italiane nel 2018

⁵ Sul punto si veda: www.aidaf.it/aidaf/le-imprese-familiari/ (consultato il 10 marzo 2020)

⁶ RAGNI A., *Private equity, l'alternativa all'indebitamento*, in *PMI* n.1/2003, p. 19

Pertanto, risulta di cruciale importanza la scelta relativa allo strumento di finanziamento che potrà essere interno, nel caso in cui vengano sfruttati gli utili generati dalla gestione caratteristica (c.d. autofinanziamento), oppure esterno. In quest'ultimo caso, i soci sono chiamati a scegliere in merito alla tipologia di operazione a cui ricorrere per finanziare la società; si potrà optare per un aumento del capitale sociale (capitale di rischio) oppure per un finanziamento della società a titolo diverso dal capitale sociale (capitale di debito). Le società italiane risultano storicamente più restie ad apportare capitale sociale, preferendo utilizzare strumenti di debito per approvvigionare le s.r.l.. Questo orientamento, se confrontato con quello degli altri Stati europei, determina una situazione di svantaggio, in particolare per le P.M.I. italiane⁷, per cui l'accesso al capitale viene percepito come problematico. Infatti, come riportato dalla Figura 1, nel grafico a sinistra viene data evidenza di come la media delle P.M.I. europee, rispetto alle imprese di grandi dimensioni, avvertano maggiori difficoltà nell'approvvigionarsi tramite capitale; invece, nel grafico a destra, vengono confrontati questi dati con la percezione dei singoli Stati all'interno dell'area Euro.



Figura 1 Percentuale delle PMI che individuano nell'accesso al capitale un problema molto rilevante (media Area Euro e valori in singoli Paesi).

Fonte: 6° Report italiano sui mini-bond, Osservatorio Mini-Bond, 2020, Politecnico di Milano

⁷ Risulta necessario chiarire fin da ora, che nel suddetto paragrafo, i dati empirici si riferiscono alla totalità delle P.M.I. (che sappiamo ricomprendere sia s.p.a. che s.r.l.) nonostante la disamina affronti esclusivamente il caso di P.M.I. in forma di s.r.l.. Tali valori conservano comunque una valenza esplicativa in virtù del fatto che la società a responsabilità limitata risulta il modello organizzativo più diffuso tra le piccole e medie imprese italiane, la stessa dottrina è intervenuta più volte per evidenziarne la centralità nel panorama di riferimento (sul punto si veda: Rapporto CERVED sulle PMI 2017, p. 53 e CORSO S., S.r.l. – PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori, in Banca Borsa e titoli di credito, n. 6/2019, p. 880)

Nella normale gestione societaria, ci deve essere un equilibrio tra le risorse impiegate e la contrazione del debito: infatti, il mancato ricorso al capitale di rischio ha comportato, nel lungo periodo, la conseguente sottocapitalizzazione delle s.r.l. che ha causato uno squilibrio finanziario nel rapporto tra debito e capitale. Il legislatore, nel corso degli anni, ha tentato di offrire degli strumenti atti ad agevolare la capitalizzazione delle stesse s.r.l.⁸, come per esempio, l'introduzione, nel 2012, di un tipo societario creato per agevolare la loro capitalizzazione e scongiurare tale problema, ovvero la s.r.l. semplificata⁹. Nel corso degli anni, però, le s.r.l. continuavano a vertere in situazioni di squilibrio patrimoniale, dimostrando l'effetto insufficiente di questi strumenti.

Come sopra riportato, il ricorso a strumenti di finanziamento di debito, da parte delle s.r.l., ha portato all'insorgenza di situazioni di squilibrio finanziario fino ad arrivare, nelle situazioni patologiche, alla loro insolvenza e al successivo fallimento. Infatti, la fragilità della struttura patrimoniale di cui soffrono le s.r.l. insieme alla scarsità dei controlli (prima delle ultime modifiche apportate dal Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza¹⁰, solo il 2% delle s.r.l. era dotato di un organo di controllo) hanno comportato un elevato tasso di fallibilità delle società stesse¹¹.

Alla luce delle considerazioni sopraesposte, risulta necessario delineare i tratti generali dell'approvvigionamento tramite capitale di debito per comprenderne le problematiche connesse al suo utilizzo. In particolare, l'evidenza empirica mostra che tra gli strumenti finanziari maggiormente utilizzati risultano: i finanziamenti effettuati da parte dei soci della società stessa e i finanziamenti bancari¹²; tipologie di approvvigionamento, che, come vedremo, potrebbero contribuire a favorire la debolezza strutturale delle s.r.l..

⁸ Da alcuni criticati, sul punto si veda CAMPOBASSO M., *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"*? in IRRERA M. (a cura di), *Op. cit.*, p. 21 che sostiene che *"la disciplina della s.r.l. non ha mai avuto come obiettivo prioritario, per usare un eufemismo, quello di promuovere la solidità finanziaria dell'impresa sociale"*

⁹ La s.r.l. semplificata, introdotta con l'art. 2463-bis c.c., è una forma di s.r.l. in grado di agevolare la raccolta di capitale sociale necessaria alla costituzione della società infatti, può avere un capitale minimo pari ad 1 euro ma inferiore a 10.000 euro. In questo modo il legislatore ha voluto alleggerire le risorse finanziarie per favorire il ricorso a questo tipo societario. Inoltre, la dottrina risulta concorde nell'ammettere la possibilità di attuare una conversione progressiva, ovvero se in un primo momento la società ha scelto questa tipologia di sub modello, può evolvere in una s.r.l. ordinaria, mentre è discussa l'ipotesi inversa, ovvero di una conversione regressiva (sul punto DACCÒ A., *I sub modelli di s.r.l.*, in CIAN M. (a cura di), *Diritto commerciale III. Diritto delle società*, Giappichelli Editore, Torino, 2017, pp.730 e 731).

¹⁰ Alla luce del recente intervento normativo, che entrerà in vigore il 1° settembre 2021, sono state introdotte delle procedure di allerta da attivare nel momento in cui si superano determinati indici che misurano la sostenibilità degli oneri dell'indebitamento con i flussi di cassa che è in grado di generare e l'adeguatezza dei mezzi propri rispetto a quelli di terzi

¹¹ CAGNASSO O., *P.M.I. in forma di s.r.l. e disciplina del bilancio d'esercizio*, in *Il nuovo diritto delle società*, n. 1/2018, p.10

¹² FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *Il finanziamento delle società a responsabilità limitata: i titoli di debito*, 2019., p. 5

1.2. Il finanziamento dei soci e il problema della sottocapitalizzazione nominale

Come descritto nel precedente paragrafo, nel normale svolgimento dell'attività d'impresa, i soci sono chiamati a decidere in merito all'approvvigionamento della società; in questa prospettiva risulta importante il ruolo ricoperto dal patrimonio sociale: un complesso di valori economici, un'entità che varia in base alle vicende economiche dell'impresa e funge da garanzia per i creditori sociali¹³.

In particolare, per quanto riguarda le s.r.l. italiane, i soci nell'atto di fornire i mezzi finanziari necessari allo svolgimento dell'attività economica, potrebbero incorrere nel problema della c.d. sottocapitalizzazione, ovvero una situazione di carenza dei mezzi propri che, in situazioni patologiche, potrebbe portare ad uno squilibrio finanziario con conseguenti implicazioni nel raggiungimento dell'oggetto sociale¹⁴.

La sottocapitalizzazione può essere ricondotta a due tipologie: reale o nominale.

Nel primo caso, la società non presenterebbe risorse finanziarie adeguate allo svolgimento dell'attività societaria, in quanto il capitale proprio non riuscirebbe a garantire il pieno sviluppo dell'oggetto sociale. Tale assetto patrimoniale oltre a causare un problema di tutela dei creditori¹⁵, potrebbe essere utilizzato per configurare situazioni abusive, in quanto permetterebbe ai soci di traslare il rischio in capo ai creditori e sul mercato¹⁶.

Nella prassi societaria, però, si configurano maggiormente situazioni di sottocapitalizzazione nominale, per cui i soci preferiscono imputare solamente una parte dei loro apporti a capitale sociale e far ricorso ad apporti finanziari differenti. In particolare, la sottocapitalizzazione nominale si può manifestare in due forme: la prima *“consiste nell'eccedenza degli apporti di credito del socio rispetto agli apporti di patrimonio, siano essi imputati a capitale sociale o a riserve; l'altra nell'eccedenza degli apporti fuori capitali nel loro complesso rispetto a quelli imputati a capitale sociale”*¹⁷.

¹³ Sul punto FACCHIN N., *Sottocapitalizzazione: riforma societaria: la qualificazione dei finanziamenti dei soci alla società*, in *Impresa Commerciale Industriale*, n. 9/2003, p. 1430 che sul punto sottolinea come la consistenza minima di tale garanzia è rappresentata dal capitale nominale che è la trasposizione in termini monetari del valore degli apporti originari dei soci.

¹⁴ Definizione da Enciclopedia Treccani

¹⁵ BARTALENA, A., *I finanziamenti dei soci nella s.r.l.*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 2/2003, p. 387

¹⁶ La sottocapitalizzazione reale potrebbe essere utilizzata anche come strumento per alleggerire il carico fiscale. In quanto, ai sensi dell'art. 96 del T.U.I.R., gli interessi passivi risultano deducibili, inoltre anche gli interessi attivi percepiti dal soggetto che ha effettuato il finanziamento, sono soggetti a forme ridotte di tassazione.

¹⁷ ZANARONE G., *Della società a responsabilità limitata, Il Codice Civile Commentario*, fondato da SCHLESINGER P. e diretto da BUSNELLI F.D., Tomo 1, Giuffrè Editore, Milano, 2010, p. 447

Essi, infatti, potranno finanziare in denaro o in altre forme (garanzie) la società, tali operazioni non vengono effettuate come conferimenti di capitale, ma rientrano nella categoria dei finanziamenti dei soci. L'erogazione di finanziamenti da parte dei soci si sposa perfettamente con le intenzioni del legislatore del '42, che inizialmente, voleva creare un tipo societario "chiuso", ovvero con una ristretta base societaria, non accessibile per lo più ad investitori di mercato per via della loro scarsa capitalizzazione. In quest'ottica aveva previsto che le fonti di finanziamento a cui potevano ricorrere le s.r.l. fossero fornite soprattutto dai soci e in via sussidiaria da finanziatori esterni. Con il tempo questo mezzo di finanziamento ha sollevato numerosi dubbi e dibattiti a causa del gran numero di situazioni problematiche che venivano a configurarsi.

Pertanto, si delinea una situazione per cui la società risulta realmente provvista di risorse per poter svolgere l'esercizio d'impresa, ma gli apporti non risultano sottoposti integralmente al regime previsto per i conferimenti in capitale sociale. Questa condizione viene qualificata come sottocapitalizzazione nominale e genera un sottodimensionamento del capitale proprio rispetto al capitale di debito.

Il fenomeno della sottocapitalizzazione delle società risulta largamente diffuso nell'assetto strutturale delle società italiane e, per questa ragione, è stato fortemente dibattuto nel panorama dottrinale e giurisprudenziale; infatti, la normativa italiana stabilisce solamente le soglie minime di capitale sociale per poter svolgere l'attività sociale, ma non detta nulla in merito al rapporto tra congruo patrimonio netto ed oggetto sociale.

In merito alle cause che spingono i soci a preferire come forma di finanziamento delle s.r.l. il prestito, vi è la necessità di ripianare le perdite per evitare che si debbano applicare le misure previste in tema di riduzione del capitale sociale per perdite, previste dagli artt. 2446 e 2447 c.c. in quanto si otterrebbero mezzi necessari per nuovi investimenti senza sostenere i tempi e gli oneri previsti per le procedure di nuovi conferimenti per le s.r.l.¹⁸. Ancora, potrebbero essere attuate per configurare situazioni abusive, nel caso in cui gli interessi da corrispondere per il finanziamento del socio, fossero stabiliti in modo tale da incorporare gli utili prevedibili derivanti dalla gestione societaria.

Un ulteriore tema collegato, che è stato fortemente dibattuto, riguarda il fatto che la sottocapitalizzazione nominale permette al socio finanziatore di assumere le vesti di creditore

¹⁸ BIONE M., *Note sparse in tema di finanziamento dei soci e apporti di patrimonio*, in BENAZZO P., CERA M., PATRIARCA S. (a cura di), *Il Diritto delle società oggi*, Utet Giuridica, Torino, 2011, p. 22

e quindi vantare pretese sull'attivo societario in caso di insolvenza¹⁹. In questa fattispecie, il rischio di insolvenza aumenta sempre di più a danno dei creditori chirografari (in via preliminare nei confronti dei fornitori).

A tal proposito, è intervenuto il legislatore con l'art. 2467 c.c. in tema di finanziamento dei soci, prevedendo la loro postergazione rispetto al soddisfacimento degli altri creditori e, nel caso in cui il rimborso del prestito sia avvenuto nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento, la somma deve essere restituita alla società. Risulta doveroso precisare che la norma in questione non si rende applicabile nel caso di apporti effettuati dai soci alla società ad altro titolo (versamenti in conto capitale, in conto futuro aumento capitale o copertura perdite)²⁰. L'articolo regola i finanziamenti c.d. "anomali" effettuati quando sarebbe stato opportuno effettuare un conferimento di capitale di rischio, comportando una situazione di sottopatrimonializzazione della società. I finanziamenti anomali tendono ad eludere la disciplina in tema di responsabilità sociale, pertanto il legislatore prevede una riconversione, del suddetto prestito, che risulta essere un'adeguata sanzione.

La postergazione risulta, una condizione sospensiva dell'esigibilità del credito, al punto che alcuni autori ne hanno parlato nei termini di una "riqualificazione forzata" del prestito in un conferimento, in questo modo vengono convertiti in apporti di capitale di rischio e di conseguenza si rende applicabile la relativa disciplina²¹.

Infine, risulta discussa l'applicazione della norma nel caso in cui l'intervenuto recesso da parte del socio avvenga dopo aver effettuato un finanziamento "anomalo" come pure la fattispecie in cui l'acquisizione dello status di socio avvenga dopo aver erogato il suddetto finanziamento.

1.3. L'indebitamento bancario

La strategia di finanziamento delle s.r.l. è caratterizzata dalla forte dipendenza dal canale bancario (c.d. "bancocentrismo") che rappresenta una modalità agevole di approvvigionamento, una volta che l'imprenditore abbia presentato le dovute garanzie. Questa scelta ha un impatto positivo in termini di tempo poiché agisce come leva finanziaria, meno onerosa rispetto al capitale di rischio, ma allo stesso tempo presenta notevoli svantaggi. La dipendenza delle s.r.l. dal canale di indebitamento bancario trae origine a partire dagli anni '70

¹⁹ CONTRINO A., *La normativa fiscale di contrasto della "thin capitalization"*, in *Diritto e Pratica Tributaria*, n. 6/2005, p. 11235

²⁰ TALICE P., *Le nuove s.r.l., aspetti sistematici e soluzioni operative. Sottocapitalizzazione e finanziamento nelle Srl*, Fondazione Italiana del Notariato, n.1 /2014

²¹ COLAVOLPE A., *Sottocapitalizzazione "nominale" e "riqualificazione" forzata dei prestiti dei soci alla società in apporti di "capitale di rischio"*, in *Le Società*, n. 6/2004, p. 750

e quindi risulta una peculiarità del nostro sistema, che si è consolidata dopo le crisi speculative del '92 e '93²², portando le aziende ad una dipendenza dal canale bancario per via della facilità di accesso al prestito.

Il rapporto banca-impresa ha cominciato a rappresentare un problema con l'innescarsi della crisi del 2008. In tale frangente, la contrazione della domanda da parte del mercato ha comportato una riduzione della liquidità che ha scoraggiato la possibilità da parte delle società di utilizzare tali risorse per autofinanziarsi. In particolare, le s.r.l. hanno riscontrato le maggiori criticità per la loro difficoltà a diversificare i mezzi di finanziamento e, come ribadito in precedenza, risultano poco propense al ricorso al capitale sociale in quanto reticenti ad accettare nuovi investitori in grado di apportare capitale sociale. Nello stesso periodo, anche la raccolta di capitale di rischio, seppur già poco utilizzata, ha subito un notevole rallentamento (registrando un valore pari a 7 miliardi, 13 miliardi in meno rispetto al 2007²³).

La dipendenza dal credito bancario implica l'esposizione a rischi rilevanti oltre alle difficoltà collegate al sostenimento del fabbisogno finanziario, tra cui: la possibilità che si manifestino meccanismi pro-ciclici nel momento in cui le società hanno difficoltà a rimborsare la somma chiesta a prestito e al rischio collegato ad una minor competitività rispetto alle società europee in quanti i tassi di interesse applicati in Italia sono più alti rispetto a quelli previsti in Europa²⁴.

Con l'inizio della crisi del 2008, però, anche i prestiti erogati dalle banche sono diminuiti in forza del fatto che la crisi della produzione aveva fatto sì che aumentassero i crediti problematici. Prospettandosi all'orizzonte un panorama in cui le P.M.I. risultavano condizionate dal credito bancario, già in forte rischio di deterioramento, il legislatore ha cercato di ottemperare al rischio di insolvenza e al conseguente possibile loro fallimento, introducendo degli strumenti per valutare il merito creditizio nel far fronte ai loro impegni finanziari²⁵. L'analisi della sostenibilità del credito bancario si doveva sviluppare sotto tre aspetti: patrimoniale, economico e finanziario.

Inoltre, un'ulteriore restrizione per il sistema bancario è stata conferita dall'Accordo di Basilea III, siglato nel 2010 per far fronte alla crisi, che disciplina i requisiti di capitale che devono possedere le società che ricorrono a prestiti bancari; tali misure hanno irrigidito ancora di più il sistema bancario.

²² Contestualmente all'entrata dell'Italia nell'Unione Europea Monetaria

²³ Dati estrapolati dalla Relazione Annuale 2009 della Banca d'Italia

²⁴ FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *Dinamiche del credito alle PMI e riflessioni operative*, 2017, p. 117

²⁵ Sul punto BOTTANI P., *Analisi della sostenibilità dell'indebitamento finanziario nelle piccole e medie imprese*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 23/2008, p. 29

Inoltre, è importante evidenziare come il rapporto banca-impresa risulti caratterizzato da asimmetria informativa, causata dalla difficoltà, in capo alle banche, di determinare le informazioni soggettive e oggettive delle società. Quindi, la difficoltà per le banche nel determinare il merito creditizio delle società, unito ai già richiamati fattori di rischio hanno impattato sull'offerta dei finanziamenti bancari durante la crisi del 2008, sia come inasprimento delle condizioni, sia come limitazione dell'accesso creditizio (c.d. *credit crunch*).

Nel corso degli anni, il livello dei prestiti erogati dalle banche alle s.r.l. ha subito una flessione (passando da 884 miliardi di euro nel 2009 ai 753 miliardi registrati nel 2019)²⁶, ma nonostante ciò, risulta essere ancora tra i mezzi più utilizzati per finanziare questo tipo societario. Il rapporto di dipendenza banca-impresa ha reso tali entità più vulnerabili, talvolta compromettendo la gestione e le opportunità di crescita delle stesse s.r.l..

Nel panorama italiano, l'indebitamento risulta una peculiarità nel nostro sistema e sono proprio le imprese classificate come medio-piccole che devono far fronte alle problematiche sopraesposte, essendo provviste di una struttura finanziaria di indebitamento a breve termine che, molto spesso, fa sì che si configurino situazioni di squilibrio finanziario. Le P.M.I. *“tendono ad utilizzare con più intensità il debito a breve termine; tale forma di finanziamento, fornita principalmente dalle banche commerciali, viene, di fatti, convertita in una fonte di lungo periodo mediante il periodico rinnovo delle linee di affidamento concesse”*²⁷.

In alcuni casi, i finanziamenti bancari potrebbero essere utilizzati a copertura delle perdite, determinando un'operazione fine a sé stessa nella misura in cui la s.r.l. non riesce a far fronte agli oneri finanziari contratti con il prestito. Infatti, nella maggior parte dei casi, una significativa parte dell'indebitamento dell'imprenditore in crisi è rappresentata dal debito bancario. Perciò, quando la richiesta di prestiti bancari risulta eccessiva, il soggetto economico non solo si troverà in una situazione di svantaggio patrimoniale rispetto al sistema competitivo economico, ma dovrà fronteggiare anche una situazione rischiosa a seguito delle recenti norme introdotte per limitare la crisi dell'impresa.

Per queste ragioni, l'indebitamento bancario risulta essere ancora oggi un tema caldo, in particolar modo, in virtù del recente Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza (D. Lgs n. 14 del 12/01/2019) che troverà applicazione a partire da settembre 2021, che individua elementi in grado di dare evidenza della sostenibilità dei debiti. A livello empirico, come evidenziano i

²⁶ FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *Op. cit.*, 2019, p. 5

²⁷ BIRINDELLI G., MODINA M., *Imprese, banche e finanza. Le evidenze di un'analisi territoriale alla luce della crisi finanziaria*, Franco Angeli Editore, Milano, 2010, p. 18

dati riportati nella Figura 2 sottostante, l'autofinanziamento²⁸ si conferma lo strumento più utilizzato dalle imprese italiane per finanziarsi, vi fanno ricorso il 74,5% di queste. Mentre al secondo posto, si colloca il finanziamento bancario (il 33,6% ricorre al credito bancario a medio-lungo periodo mentre il 21,2% al credito a breve termine) che risulta essere in diminuzione rispetto ai dati registrati nel 2011.

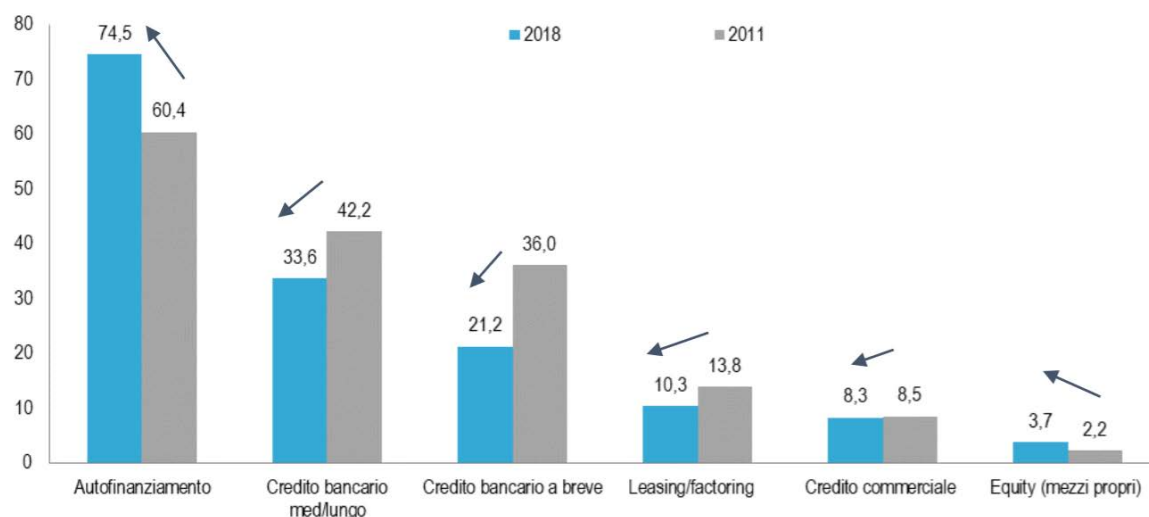


Figura 2 Principali fonti di finanziamento delle imprese. Anni 2018 e 2011, valori percentuali.

Fonte: Istat, Censimento permanente delle imprese 2019: i primi risultati, 7 febbraio 2020.

La contrazione è da ricondursi principalmente a due ragioni: in *primis*, al fatto che a seguito degli accordi di Basilea le banche hanno dovuto applicare criteri stringenti per valutare il merito creditizio relativo alle società e, in secondo luogo, al fatto che il legislatore ha introdotte nuove forme di approvvigionamento finanziario, come vedremo nel paragrafo successivo.

Infine, si riscontra un lieve aumento dell'1,5% rispetto ai dati del 2011, dell'utilizzo del capitale sociale che comporta un effetto di *deleveraging* sulle imprese italiane. In particolar modo, per le P.M.I. è in costante diminuzione il numero di società che non fanno ricorso all'indebitamento bancario; nel 2018 le società che riescono a finanziarsi con la propria attività d'impresa sono 65 mila (ovvero il 40,1% contro il 42,5% registrato nell'anno precedente). A riprova di questo trend, nel 2009 solo il 29% delle P.M.I. riusciva a finanziarsi unicamente attraverso l'autofinanziamento. La diminuzione è da imputarsi in parte al fenomeno del c.d. *credit crunch* e in parte dall'introduzione di strumenti alternativi al canale bancario.

A conferma di ciò, continua la diminuzione dei debiti finanziari in rapporto al capitale netto (Figura 3). Questo trend viene confermato dall'analisi del numero delle P.M.I. fortemente

²⁸ Da intendersi come la capacità di una società di far fronte al suo fabbisogno finanziario, utilizzando le risorse create dalla stessa attività imprenditoriale o ricorrendo solo in una parte a finanziamenti esterni

sottocapitalizzate, ossia le società che hanno contratto debiti nella misura pari al doppio del capitale netto (nel 2016 tali società rappresentavano il 19,1% del tessuto societario italiano, nel 2018 il 17,4%).

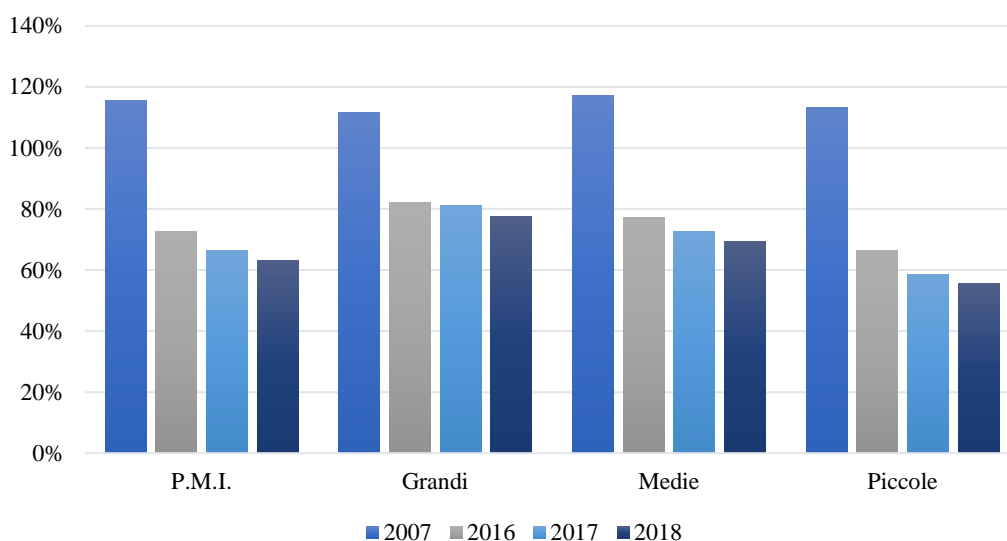


Figura 3 Rapporto tra debiti finanziari e capitale netto per dimensione d'impresa.

Fonte: Rapporto Cerved PMI 2019

1.4. Strumenti di finanza alternativa

Come abbiamo visto nel precedente paragrafo, il canale bancario e il finanziamento dei soci hanno rappresentato il principale canale di finanziamento²⁹ per le s.r.l. che, nel corso del tempo, ha contribuito a causarne la loro insolvenza; per tale motivo il legislatore, sulla scia delle tendenze europee, ha voluto creare strumenti di finanza alternativa per disincentivarne il ricorso. Infatti, *“considerata la necessità di deleveraging bancario, pare più che mai opportuno volgere lo sguardo su altri strumenti di intermediazione finanziaria per soddisfare le fisiologiche esigenze di credito del mondo imprenditoriale meno strutturato”*³⁰.

Alla luce di ciò, sono stati creati dei mezzi alternativi di finanziamento in grado di innescare un principio di competizione tale per cui le P.M.I. potessero accedere a condizioni di credito più favorevoli, senza i rischi legati ai prestiti bancari. Sono stati introdotti canali di finanziamento che precedentemente erano di esclusivo appannaggio della s.p.a. e che rimanevano estranei alle s.r.l. proprio perché la loro assenza rappresentava l'elemento che le distingueva dalla s.p.a..

²⁹ Infatti, fino al 2003, la s.r.l. era caratterizzata da mezzi finanziari limitati, pertanto il credito bancario risultava l'ipotesi più utilizzata

³⁰ FREGONARA E., *Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nelle società a responsabilità limitata innovative “chiuse”*, in *Banca Borsa e titoli di credito*, n. 5/2017, p. 591

In questo contesto, il legislatore, al fine di offrire alternative al canale bancario, ha voluto avvicinare le s.r.l. al mercato dei capitali introducendo, nel 2003, la possibilità di emissione di titoli di debito (art. 2483 c.c.), la cui disciplina verrà affrontata nel capitolo seguente; tra questi titoli, si ritiene che siano ricomprese anche le cambiali finanziarie. Quest'ultime sono strumenti di raccolta di risparmio, introdotti nel 1994, con scadenza compresa tra tre e dodici mesi e sono disciplinati dall'art. 11 del D. Lgs. n. 385 del 1993 (TUB)³¹ e realizzano la funzione di incorporare il diritto nel documento, che assume la forma di vaglia cambiario e che deve indicare: la somma da pagare (che non può essere inferiore a 50.000 euro), la scadenza, il nome del prestatore e la sottoscrizione dell'emittente assicurando così al titolare una tutela efficace³².

Le cambiali finanziarie sono assimilabili ad ogni effetto alle cambiali ordinarie e costituiscono un titolo esecutivo³³; sono titoli di massa, emessi in serie, girabili esclusivamente "senza garanzia" o con una di tipo equivalente, per questo motivo, in dottrina sono stati sollevati dubbi circa la compatibilità tra l'art. 11 del TUB con l'art. 2483 c.c.³⁴ (che, come vedremo nel capitolo successivo, prevede espresse garanzie necessarie per l'emissione dei titoli di debito da parte della s.r.l.). In questo modo, il soggetto che detiene questo strumento finanziario, potrà girarlo ad un terzo senza essere obbligato al regresso nel caso in cui non dovesse intervenire il pagamento da parte dell'emittente dei titoli. Il rendimento per i soggetti che le sottoscrivono è dato dalla differenza tra l'importo corrisposto all'impresa che ha emesso le cambiali, al momento della sottoscrizione, e quando l'impresa le rimborsa alla scadenza³⁵.

In merito alle modalità di emissione, la delibera del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (c.d. C.I.C.R.) impone dei limiti circa il valore della singola emissione³⁶, per eventuali soglie complessive si rimanda alla disciplina codicistica (nel caso delle s.r.l., l'art. 2483 c.c.). Questo strumento non ha riscosso molto successo, infatti il legislatore, con il Decreto Sviluppo (D.L. n.83 del 2012), ne ha voluto incentivare l'utilizzo derogando i limiti alla loro emissione (previsti dall'art. 11 del D.Lgs. n. 385 del 1993) consentendo una scadenza non inferiore ad un mese fino ad un massimo di trentasei mesi³⁷. Questa facilitazione si rende applicabile con la sussistenza di determinate condizioni, ovvero: se l'emissione è assistita da

³¹ GRECO G. L., *L'emissione di cambiali finanziarie da parte di società a responsabilità limitata alla luce del nuovo art. 2483 c.c. e delle nuove disposizioni attuative dell'art. 11 del testo unico bancario*, Studi e Note di Economia Anno XII, n.1/2007, p. 120

³² GULISANO A., DI PILLO V., *Cambiali finanziarie: profili civilistici, contabili e fiscali*, in *Bilancio e Reddito d'impresa*, n. 12/2012, p. 30

³³ Circolare dell'Agenzia delle Entrate, n. 4/E del 2013

³⁴ Sul punto si veda GRECO G.L., *Op. cit.*, pp. 123 e 124

³⁵ ZARBO S., *Le nuove misure per favorire l'accesso al mercato dei capitali*, in *PMI* n. 10/ 2012, p. 33

³⁶ L'art. 5 della delibera del C.I.C.R. stabilisce un taglio minimo pari a 50.000 euro

³⁷ MEOLI M., *Cambiali finanziarie fino a 36 mesi*, in *Eutekneinfo*, 20 agosto 2012

uno sponsor, se l'ultimo bilancio di esercizio è stato verificato da un revisore contabile o da una società di revisione e se i titoli sono stati sottoscritti da investitori qualificati (non soci).

La normativa ha, inoltre, modificato altri limiti quantitativi previsti in merito alla loro emissione:

- è stato eliminato il vincolo per cui potevano essere emesse cambiali finanziarie e altri certificati di investimento solamente per un valore pari alla quota di capitale sociale effettivamente versato e delle riserve, introducendo l'attivo circolante come parametro di riferimento (in virtù della loro natura di finanziamento a breve termine);
- è stata introdotta la possibilità di prevedere una loro dematerializzazione e la loro quotazione al fine di diventare uno strumento finanziario alla stregua delle azioni o delle obbligazioni³⁸.

L'utilizzo delle cambiali finanziarie consente alle società che ne fanno ricorso di finanziarsi a breve termine con costi inferiori rispetto a quelli previsti per il credito bancario ma tale agevolazione non ne ha consentito il suo sviluppo. Infatti, nel 2019, il numero di cambiali finanziarie censite dall'Osservatorio Mini-Bond erano pari a 24, il cui valore nominale era inferiore a 50 milioni di Euro³⁹. La scarsa popolarità è dovuta alla mancanza di flessibilità rispetto ad altri strumenti finanziari come i *minibond* (anch'essi introdotti attraverso il Decreto Sviluppo).

Infatti, il legislatore proseguendo con il suo intento ha rivisto, sempre con il medesimo Decreto Sviluppo, la disciplina degli strumenti di debito per favorire il finanziamento delle P.M.I., introducendo i c.d. *minibond*⁴⁰, titoli che, a seconda della società emittente, che sia s.p.a. o s.r.l., assumono la natura di obbligazioni o titoli di debito. L'intervento si è reso necessario nell'ottica di conferire più “*appeal a uno strumento ormai scivolato su un binario morto*”⁴¹ cercando di avvalersi della leva delle agevolazioni fiscali (come verrà trattato nel capitolo successivo). La disciplina ha inoltre introdotto la possibilità, per le società che emettono questi strumenti finanziari, di collocarli nel mercato ExtraMOT PRO (riservato ad investitori professionali). I *minibond* risultano i più utilizzati, tra gli strumenti di finanza alternativa a disposizione delle

³⁸ ZARBO S., *Op. citata*, p. 33

³⁹ Dati rilevati nel 6° Report italiano sui mini-bond, Osservatorio Mini-Bond, 2020, Politecnico di Milano

⁴⁰ I *minibond* sono titoli di debito emessi da piccole e medie imprese e sottoscritti da investitori professionali e qualificati. La normativa in materia non fa riferimento specifico al termine *minibond*, ma questa è l'espressione ormai ampiamente più utilizzata da giornalisti, esperti, osservatori e giuristi per indicare questi strumenti (sul punto: Borsa Italiana, *Minibond: cosa sono, requisiti, emissioni, normativa*, FTA Online News, Milano, 2019

⁴¹ MINNECI U., *La raccolta “alternativa” di capitale di debito da parte delle pmi*, in IRRERA M. (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi*, Giappichelli Editore, Torino, 2020, p. 253

società italiane; manifestando un consenso sempre maggiore soprattutto negli ultimi anni. Infatti, nel 2019 sono stati emessi *minibond* per un valore pari ad Euro 756 milioni⁴².

Nel 2016, sempre nell'intenzione di far fronte al problema dell'eccessivo ricorso al credito bancario e favorire l'approvvigionamento delle P.M.I., è stata introdotto il c.d. *direct lending* che viene definito come "*l'attività di erogazione diretta di finanziamenti da parte di soggetti non bancari, tipicamente fondi di investimento alternativi specializzati che forniscono prestiti a medio-lungo termine a PMI e grandi imprese finalizzati a progetti di crescita, ad acquisizioni o al rifinanziamento del credito*"⁴³.

La normativa prevede l'opzione per cui gli organismi di investimento collettivo del risparmio (c.d. OICR) potessero erogare credito nei confronti dei soggetti finanziati. In particolare, l'art. 46-bis del D.Lgs. n. 58 del 1998 (TUF) ha previsto la possibilità di erogare finanziamenti da parte dei Fondi di Investimento Alternativo (FIA) i quali, fino a quel momento, potevano solamente svolgere l'attività di acquisto crediti⁴⁴. Il D. L. n. 18 del 2016 ha dato attuazione alla disciplina di questi finanziamenti che, in presenza di determinati requisiti, potevano essere erogati esclusivamente nei confronti di soggetti non consumatori. Inoltre, l'art. 46-ter del TUF ha esteso questa possibilità di investimento ai FIA UE.

A partire dal 2016, viene quindi estesa la possibilità per gli OICR di erogare credito diretto e non solamente la facoltà di rilevare crediti preesistenti.

Ai FIA italiani ed europei, si applica inoltre, ai sensi dell'art. 46-quater del TUF la disciplina prevista in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali, di rapporti con la clientela e la relativa disciplina sanzionatoria⁴⁵.

In Italia, però, l'utilizzo di questo strumento risulta ancora marginale, le cui emissioni nel 2019 hanno raggiunto un valore pari ad Euro 8 milioni.

Con l'introduzione di questi nuovi strumenti per finanziare in maniera alternativa le s.r.l. cambia in maniera radicale il modo di approvvigionare tale tipo societario rispetto all'originaria previsione del legislatore del '42; tant'è che alcuni autori con la progressiva introduzione di

⁴² Osservatori Entrepreneurship & Finance, La Finanza Alternativa per le PMI in Italia, 2° quaderno di Ricerca, 2019

⁴³ Osservatori Entrepreneurship & Finance, La Finanza Alternativa per le PMI in Italia, 2° quaderno di Ricerca, 2019

⁴⁴ GUFFANTI E., SANNA P., *I Fondi di credito*, in *Le Società*, n. 7/2016, p.860

⁴⁵ Osservatori Entrepreneurship & Finance, La Finanza Alternativa per le PMI in Italia, 2° quaderno di Ricerca, 2019

queste previsioni, unite ad altre⁴⁶, hanno visto venir meno l'effettiva sussistenza del requisito della "responsabilità limitata" e la connotazione di società chiusa, portandoli ad ipotizzare la creazione di più tipologie di s.r.l.. Al punto che alcuni autori hanno proposto una risistemazione dei confini di questo modello societario, in virtù del fatto che la s.r.l. risulta il tipo societario maggiormente utilizzato dalle P.M.I..

In particolare, sono stati sollevati dubbi circa la possibilità, da parte delle s.r.l., di offrire prodotti finanziari al pubblico; tradizionalmente, infatti, il legislatore ne aveva disposto il divieto, in ragione dell'elevata rischiosità dell'investimento in una società che, come già ricordato, aveva un basso livello di patrimonializzazione. Nel corso dei diversi interventi normativi che si sono resi necessari, si è potuto assistere ad una graduale apertura verso il pubblico delle s.r.l., iniziata con la possibilità di collocare i *minibond* emessi nella forma di titoli di debito nel mercato ExtraMOT PRO, per poi arrivare alla recente previsione che ne permette il collocamento nei portali online di *equity crowdfunding*.

Infatti, la stessa previsione originaria, contenuta nell'art. 2468 c.c., che vietava l'offerta al pubblico delle quote partecipative, è stata successivamente modificata dalla Legge di Stabilità del 2017 che ha introdotto la possibilità, per le P.M.I.⁴⁷, di offrire le proprie quote al pubblico (attraverso portali online di *equity crowdfunding*) in deroga al citato articolo.

Questa scelta è stata duramente criticata da una parte della dottrina⁴⁸ in ragione del fatto che non riteneva coerente che l'offerta al pubblico fosse prevista solamente per la raccolta di

⁴⁶ Sul punto CIAN. M. *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote "finanziarie" e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.?*, in IRRERA M. (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi*, Giappichelli Editore, Torino, 2020, pp. 28 e 29 che sostiene che "*l'acronimo s.r.l. è dunque diventato oggi certamente polifonico: ne fanno uso società con assetti partecipativi personalizzati e società strutturate in unità partecipative standardizzate, società con compagini aperte e società con compagini blindate, società con soci attivi nell'organizzazione e società con investitori inattivi*".

⁴⁷ Questo strumento è stato introdotto per la prima volta dal D.L. n. 179 del 2012 dove era previsto solamente per le start-up innovative in quanto il Governo Monti nutriva molta fiducia nelle società innovative. Successivamente, con il D.L. n. 3 del 2015 il campo soggettivo è stato esteso anche alle P.M.I. innovative in quanto caratterizzate da un più alto valore aggiunto prospettico. Infine, con il D.L. n. 50 del 2017 e con il combinato D.Lgs. n. 129 del 2017, è stata allargata questa possibilità, destinata esclusivamente alle P.M.I. innovative, a tutte le P.M.I. Sul punto ABRIANI N., *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *Rivista di Diritto Societario*, Giappichelli Editore, n. 3/2019, p. 503 che sostiene che proprio questi due decreti "*segnano dunque l'approdo della singolare parabola normativa della società a responsabilità limitata italiana da i) "piccola società per azioni senza azioni" (nel codice del 1942), a ii) società che, dopo la riforma del 2003, in quanto imperativamente chiusa nella struttura finanziaria, si stagliava come la più duttile tra le forme giuridiche dotate di personalità giuridica (al punto da avvicinarsi ad una "società di persone a responsabilità limitata"), sino iii) all'attuale scenario normativo, caratterizzato dalla compresenza di una perdurante autonomia statutaria e di una inedita possibilità di ricorso al mercato dei capitali di rischio, estesa anche al di fuori del settore innovativo, mediante la sollecitazione al pubblico investimento in quote serializzate sussunte nella nozione di valore mobiliare*".

⁴⁸ CAMPOBASSO M., *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"?* in IRRERA M. (a cura di), *Op. cit.*, p. 26

capitale di rischio e non per quella di debito; auspicando, contemporaneamente, di “*rivitalizzare l’istituto dei titoli di debito*”⁴⁹.

Infine, più recentemente, il legislatore è intervenuto con la legge di bilancio 2019 (L. n.145 del 2018) che ha cercato di “*assecondare l’innovazione tecnologica attraverso la creazione di un ambiente normativo adatto allo sviluppo del fenomeno di raccolta da parte delle PMI di risorse finanziarie tramite l’offerta in sottoscrizione, a mezzo di portali on line, di strumenti inizialmente solo di equity, poi anche di debt*”⁵⁰. Pertanto, è stata accolta la possibilità, ventilata da più parti, di ampliare l’utilizzo di questi portali anche agli strumenti di debito.

La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa ha pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n.251 del 2019 l’adeguamento con le nuove disposizioni della Legge di bilancio 2019 che, ampliando le fonti di finanziamento per le P.M.I., estende la possibilità di offrire anche obbligazioni e altri titoli di debito sui portali online.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte, in merito al ricorso di questi strumenti di finanziamento alternativi al credito bancario, i *minibond* risultano quelli maggiormente più utilizzati come dimostra il *trend* positivo che si è configurato nei diversi anni come evidenziato nella Figura 4, che rappresenta il numero di *minibond* emessi a partire dal 2013 fino al 2019.

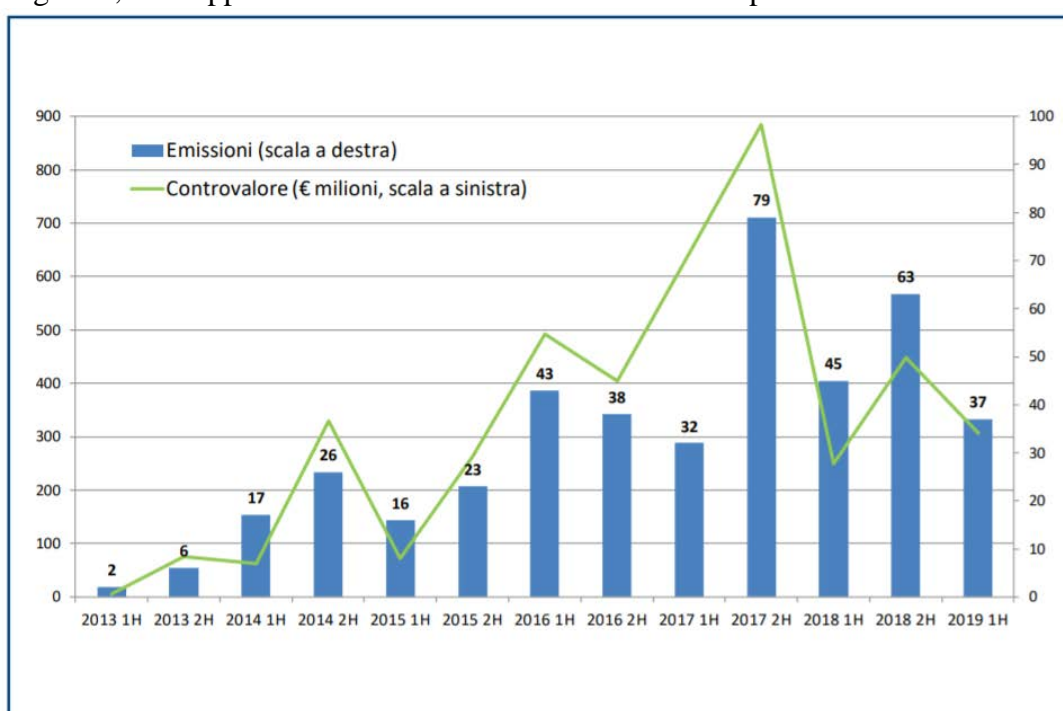


Figura 4 I minibond emessi da PMI in Italia: flusso semestrale (numero e controvalore in € milioni).
Fonte: Osservatori Entrepreneurship & Finance, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, 2° quaderno di Ricerca, 2019

⁴⁹ CAMPOBASSO M., *La società a responsabilità limitata. Un modello “senza qualità”?* in IRRERA M. (a cura di), *Op. cit.*, p. 55

⁵⁰ MINNECI U. *La raccolta “alternativa” di capitale di debito da parte delle pmi*, in IRRERA M. (a cura di), *Op. cit.*, p. 248

Tale mercato è partito in sordina nel 2013, per poi conoscere una crescita ingente nel 2017 (con l'emissione di 79 titoli) e registrando, nel primo semestre del 2019, un lieve calo delle emissioni con un contestuale aumento, rispetto al semestre del 2018, del valore degli stessi titoli (raggiungendo un valore pari ad Euro 307 milioni).

La loro adozione tra le società italiane conquista nuovi spazi tra le imprese, in particolare, nel 2019 il 70% della società emittenti sono s.p.a., il 28% sono s.r.l. e il restante 2% risultano essere società cooperative.

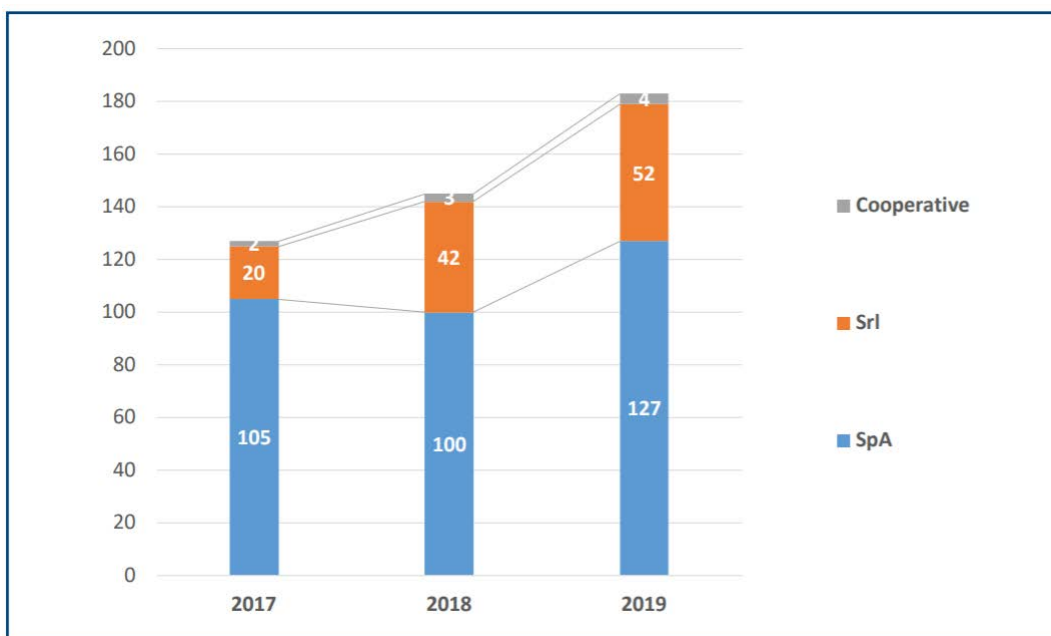


Figura 5 Segmentazione delle emittenti di minibond sotto € 50 milioni per tipologia di impresa: evoluzione dal 2017 al 2019.

Fonte: Osservatori Entrepreneurship & Finance, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, 2° quaderno di Ricerca, 2019.

Il legislatore, nel corso degli anni è intervenuto più volte per modificare la disciplina prevista in materia dei titoli di debito emessi dalle s.r.l., strumenti che nel corso degli anni sono stati oggetto di numerose modifiche per renderli più “appetibili” per le società stesse.

Pertanto, nel successivo capitolo, si procederà ad affrontarne la disciplina (a partire dalla loro introduzione con l’art. 2483 c.c ed analizzando le successive modifiche che si sono rese applicabili) per poi, nel terzo capitolo, analizzarne la sua applicazione in un caso pratico.

2. LA DISCIPLINA DEI TITOLI DI DEBITO NELLE S.R.L.

SOMMARIO – 2.1. I “*titoli di debito*” nel linguaggio dell’esperienza giuridica italiana – 2.2. L’evoluzione dei titoli di debito nelle s.r.l. – 2.3. Previsione nell’atto costitutivo e organo competente all’emissione – 2.4. L’art. 2483 c.c. e la questione della mancata indicazione dei limiti quantitativi previsti per l’emissione – 2.5. La delibera di emissione – 2.6. Forma dei titoli di debito – 2.7. Contenuto della decisione di emissione dei titoli di debito – 2.8. Titoli di debito convertibili – 2.9. La sottoscrizione – 2.10 Il regime della garanzia – 2.11. La previsione di *covenants* – 2.12. Modifica delle condizioni di prestito dei titoli di debito ed operazioni straordinarie – 2.13. Titoli di debito ed obbligazioni – 2.14. Fiscalità dei titoli di debito – 2.15. Il collocamento nel mercato ExtraMOT PRO – 2.16. Vantaggi e svantaggi collegati al loro utilizzo

2.1. I “*titoli di debito*” nel linguaggio dell’esperienza giuridica italiana

Con il termine “*titoli di debito*” si intendono, in generale, i “*titoli che attribuiscono al possessore il diritto a ricevere un flusso determinato o determinabile di liquidità senza attribuire il diritto di partecipazione diretta o indiretta alla gestione della società che li ha emessi. In tale ambito rientrano i titoli emessi da stati sovrani, le obbligazioni emesse da enti pubblici, da società finanziarie e da altre società, nonché i titoli a questi assimilabili. I flussi di liquidità prodotti dal titolo, oltre al rimborso del capitale a scadenza, possono derivare dall’obbligazione dell’emittente a corrispondere interessi o altri elementi che concorrono a formare il rendimento per il possessore*”⁵¹.

All’interno della normativa italiana non risulta esserci alcun riferimento specifico alla categoria dei titoli di debito, al contrario di quanto previsto per i titoli di credito⁵².

Infatti, i titoli, oggetto del presente elaborato, non sono espressamente definiti da alcun articolo del Codice Civile⁵³ (infatti, l’art. 2483 c.c., come vedremo nei successivi paragrafi, ne regola solo le modalità di emissione), pertanto, risulta necessario fare riferimento al Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58 (“Testo unico della finanza” o “TUF”). In particolare, l’art 1 stabilisce che sono ricompresi all’interno della categoria degli strumenti finanziari “*le obbligazioni, i titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali*” e, al

⁵¹ Tale definizione è fornita dai principi contabili OIC 20, documento redatto dall’Organismo Italiano di Contabilità nel 2016 con lo scopo di disciplinare i criteri per la rilevazione, classificazione e valutazione dei titoli di debito.

⁵² SPADA P., *L’emissione dei titoli di debito nella nuova società a responsabilità limitata* in *Rivista delle società*, n. 4/2003, p. 802 afferma che “il codice del ’42 conosce il “titolo di credito” ed anzi ne ha fatto una fattispecie (per la verità di incerta fisionomia) capace di sottrarre la circolazione di situazioni soggettive di vantaggio (altre da quelle reali mobiliari) al regime di diritto comune della circolazione ed al correlato principio della derivatività degli acquisti, propiziando la negoziabilità di queste situazioni e l’instaurazione di mercati nei quali se ne fanno commercio. Ma il codice ignora il “titolo di debito”.

⁵³ Ad eccezione dell’art 2526 del codice civile che disciplina i soci finanziatori e gli altri sottoscrittori di titoli di debito, norma propria della disciplina delle cooperative.

successivo comma 1-bis, i titoli di debito e le obbligazioni vengono contemplati all'interno dei "valori mobiliari"⁵⁴, anch'essi ricompresi all'interno degli strumenti finanziari.

Pertanto, i titoli di debito rappresentano una *species* del più ampio genere degli strumenti finanziari tra cui vengono ricompresi anche le obbligazioni e i titoli di Stato⁵⁵.

Il legislatore non fornisce, dunque, una definizione completa dei titoli di debito in quanto, rientrerebbe nella volontà di non volerli tipizzare⁵⁶.

Non essendo presente una norma volta a regolare il contenuto di tale disciplina, risulta complicato il compito dell'interprete nell'individuare i caratteri essenziali dei titoli di debito. Pertanto, al fine di comprendere a pieno le caratteristiche di questi strumenti finanziari, è necessario delinearne i tratti comuni.

I titoli di debito, come anche le obbligazioni, sono strumenti finanziari di massa, come verrà chiarito successivamente, che rappresentano una frazione del finanziamento ed attribuiscono al possessore il diritto di ottenere il rimborso del debito in virtù di una promessa di pagamento e il contestuale potere di disporre mediante trasferimento a terzi. Lo strumento finanziario è infatti rappresentativo di un debito che risulta contratto dall'emittente nei confronti del sottoscrittore e comporta un obbligo di restituzione della prestazione all'investitore⁵⁷; in questo modo il finanziatore diventa il titolare di un diritto di credito nei confronti della società emittente, per tale motivo risultano titoli *credendi causa*⁵⁸.

Al fine di rendere esaustiva tale definizione, è doveroso ricordare, come la letteratura giuridica ne abbia parlato nei termini di una causa di rilascio (o trasmissione) di titoli di credito che documentino una promessa di pagamento di una somma di denaro. Infatti, a differenza delle obbligazioni, che sono titoli *causa solvendi*, i titoli di debito sono rilasciati dall'emittente all'atto di una *numeratio pecuniae* (nel momento in cui e perché si indebita)⁵⁹.

⁵⁴ Con l'espressione "valori mobiliari" si intendono categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio:

- a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e ricevute di deposito azionario;
- b) obbligazioni e altri titoli di debito, comprese le ricevute di deposito relative a tali titoli;
- c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle lettere a) e b) o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure.

⁵⁵ STELLA RICHTER Jr M., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata* in *Rivista delle società*, n.4/2005, p. 996

⁵⁶ FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *Op. cit.*, p. 13

⁵⁷ Assonime, Circolare n. 40 del 2007, p. 15

⁵⁸ BRIOLINI F., *L'emissione e la sottoscrizione dei titoli di debito* in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2016, p. 431

⁵⁹ SPADA P., *Op. cit.*, p. 803 e CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio* in AA.VV. *Il Nuovo diritto delle società*, UTET, Torino, Vol. III, p. 758

Lo schema contrattuale alla base della loro emissione risulta abitualmente essere un contratto di mutuo ma potrebbe fondare la propria giustificazione causale anche in altri tipi negoziali⁶⁰.

Infatti, il rapporto sottostante l'emissione dei titoli di debito non deve per forza essere ricondotto alla necessità di ricevere un prestito, dato che tali strumenti potrebbero essere emessi anche al fine di garantire il pagamento di debiti preesistenti o per pagare merci o servizi ricevuti⁶¹.

Un ulteriore rimando ai titoli di debito risulta presente anche al quarto comma lettera *c* dell'art 11, del Decreto Legislativo del 1° settembre 1993, n. 385 (“Testo unico Bancario” o “TUB”) nello stabilire che l'acquisizione di fondi da parte delle società non rientra nell'ipotesi di divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico⁶². Tale norma è volta a favorire la raccolta di risorse finanziarie attraverso i titoli di debito in quanto non operano i divieti e i limiti imposti dalla normativa bancaria corrente⁶³.

Infine, il provvedimento del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (c.d. C.I.C.R.) del 19 luglio 2005 n. 1058, all'art 3 fa rientrare i titoli di debito nella nozione di strumenti finanziari di raccolta del risparmio, escludendo l'applicazione della riserva di emissione in capo esclusivamente alle banche ed imponendo alcune regole⁶⁴; in merito a quest'ultime, come vedremo nei prossimi paragrafi, sono sorti dei dubbi circa la loro applicabilità all'emissione di titoli di debito da parte delle s.r.l..

2.2. L'evoluzione dei titoli di debito nelle s.r.l.

Al fine di comprendere la *ratio* sottostante il novellato articolo 2483 del Codice Civile è necessario analizzare la disciplina in vigore prima della Riforma organica delle società di

⁶⁰ GABELLI M., *Società 2019*, Editore IPSOA, 2019, p. 1229

⁶¹ CASALI P., *I titoli di debito nella società a responsabilità limitata*, in *Le Società*, n.12/2005, p. 1489

⁶² In particolare modo, il suddetto articolo precisa che: “*Il divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico non si applica: (...) alle società, per la raccolta effettuata ai sensi del codice civile mediante obbligazioni, titoli di debito od altri strumenti finanziari*”

⁶³ CASALI P., *Op. cit.*, p.1492

⁶⁴ in particolare, l'articolo 5 del medesimo provvedimento stabilisce le caratteristiche di tali strumenti finanziari tra cui:

1. gli strumenti finanziari di raccolta di cui all'art. 3, diversi dalle obbligazioni, con esclusione di quelli destinati alla quotazione in mercati regolamentati emessi da società con azioni quotate in mercati regolamentati, sono emessi con un taglio minimo unitario non inferiore a euro 50.000.
2. L'identità del garante e l'ammontare della garanzia devono essere indicati sugli strumenti finanziari di raccolta di cui all'art. 3 e sui registri a essi relativi.

capitali e delle società cooperative in attuazione delle L. 3/10/2001, n. 366 apportata dal D.Lgs 17/01/2003, n. 6.

A norma del previgente articolo 2483 comma 3, alle società a responsabilità limitata non era consentita l'emissione di obbligazioni e, dentro tale divieto veniva ricondotto *“ogni titolo di credito o strumento finanziario idoneo a rappresentare una frazione omogenea di una operazione di finanziamento”*⁶⁵. Il sistema di finanziamento delle s.r.l., fino al 2003, prevedeva innanzitutto che la raccolta di capitale di rischio avvenisse attraverso il conferimento da parte dei soci e, in via subordinata, tramite il ricorso al finanziamento. Tale previsione era perfettamente in linea con l'intenzione del legislatore di creare un tipo societario a ristretta base societaria, che risultasse una realtà *“chiusa”*, non accessibile ad investitori di mercato, sia per le sue ridotte dimensioni di capitalizzazione sia per la sua struttura di controllo interna⁶⁶.

La facoltà di emettere obbligazioni era riservata solo alle società per azioni in forza della convinzione che fossero più adatte, per dimensioni, a questo tipo di indebitamento.

In particolare, il *genus* della s.r.l. veniva considerato incompatibile con la raccolta di risorse finanziarie presso il pubblico dei risparmiatori, infatti caratteristiche come: *“l'esiguità del capitale minimo, il minor rigore delle forme di pubblicità e di controllo degli atti gestionali, la possibilità di una più accentuata personalizzazione della sua struttura, non sembravano offrire, secondo il legislatore del '42, piene garanzie di solvibilità. La legge consentiva alle sole s.p.a. e s.a.p.a. di emettere obbligazioni, sul presupposto che la struttura di dette società fosse, per solidità organizzativa e patrimoniale, maggiormente idonea a fornire le garanzie che questa operazione necessitava”*⁶⁷.

Con l'introduzione dell'art 11 comma 4 lettera f) del TUB viene ampliata la possibilità, da parte delle s.r.l., di accedere alle attività di pubblico risparmio presso banche o soggetti esercitanti

⁶⁵ STELLA RICHTER Jr M., *Op. cit.*, p. 987

⁶⁶ A tal proposito PORZIO M., *La società a responsabilità limitata e il mercato finanziario* in *Rivista delle società*, n.5/2004, p. 1187 *“quando si è creata, col codice del '42, la società a responsabilità limitata “destinata a sostituire la società per azioni nei casi in cui questa appare un organismo troppo complesso, date le modeste proporzioni dell'”impresa sociale”, per differenziare questo tipo sociale dai “fratelli maggiori” si sono dettate regole dirette ad impedire che queste società divenissero raccoglitori di risparmio altrui rivolgendosi direttamente al mercato per il loro finanziamento. In questo senso va letto l'art. 2474 che impedisce che le partecipazioni sociali nelle società a responsabilità limitata possano essere rappresentate da azioni, cioè da titoli di massa negoziabili nel mercato dei capitali di rischio e l'art. 2486 per cui “alla società a responsabilità limitata non è consentito emettere obbligazioni”. Nella logica del codice (...) le società a responsabilità limitata dovevano contare essenzialmente sui soci originari (nell'idea del legislatore un piccolo gruppo familiare) e sul credito bancario”*.

⁶⁷ Circolare Assonime n. 40 del 2007, p.14

attività assicurative e finanziarie, attraverso l'emissione di cambiali finanziarie e certificati di investimento, disciplinate dalla delibera del C.I.C.R. del 3 marzo 1994⁶⁸.

Nonostante tali interventi legislativi, risultavano ancora limitati gli strumenti finanziari a disposizione delle s.r.l., tale situazione ha comportato uno squilibrio sia interno, per la carenza di strumenti a sostegno dello sviluppo economico finanziario, che esterno, in quanto le s.r.l. si sono trovate a concorrere con tipi societari di altre nazionalità per cui era prevista la possibilità di emettere vari strumenti finanziari⁶⁹.

Di conseguenza, visto il problema di squilibrio finanziario legato al reperimento di risorse finanziarie per tale tipo societario (in particolar modo per le PMI), il legislatore, consapevole del ruolo centrale che avrebbe assunto, ha voluto introdurre degli strumenti di finanziamento ulteriori rispetto al capitale dei soci e al tradizionale affidamento bancario.

Con il D.lgs 17 gennaio 2003 n.6, è stato modificato l'art 2483 c.c. al fine di cercare di arginare tali problemi.

L'articolo ha attuato le direttive nella Legge delega 366/2001 in cui all'art 3 comma 2 lettera g) veniva chiesto di *“disciplinare condizioni e limiti per l'emissione e il collocamento di titoli di debito presso operatori qualificati, prevedendo il divieto di appello diretto al pubblico risparmio, restando esclusa in ogni caso la sollecitazione all'investimento in quote capitale”*.

L'art 2483 del c.c. regola le condizioni dell'emissione degli strumenti di debito che risultano essere titoli di massa rappresentativi ciascuno della frazione predeterminata di un debito pecuniario⁷⁰.

La dottrina⁷¹ è concorde nel ritenere ciò in virtù del fatto che il previgente articolo, nel precludere la possibilità da parte delle s.r.l. di emettere obbligazioni, era inteso come divieto a fare ricorso a titoli di massa, mentre era possibile emettere un titolo di credito individuale che rappresentasse il suo indebitamento in una o più cambiali⁷².

⁶⁸ In tal senso PORZIO M., *Op. cit.*, p. 1191, tra le limitazioni introdotte con il testo normativo: un importo massimo per l'emissione degli strumenti finanziari, la possibilità di raccolta assistita viene attribuita solamente alle società che presentino bilanci in utili negli ultimi tre esercizi, l'intermediario che si rivolge al pubblico deve prestare determinate garanzie fideiussorie per un importo almeno pari alla metà del valore dei titoli, la raccolta è ammessa nella sola fattispecie di emissione di titoli legalmente tipici (obbligazioni, cambiali finanziarie o certificati d'investimento).

⁶⁹ FIMMANO' F., *Gli strumenti finanziari nella società a responsabilità limitata*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, n.1/2005, p.102

⁷⁰ DACCO' A., *La s.r.l.: la struttura finanziaria*, in CIAN M. (a cura di), *Op. cit.*, p.682

⁷¹ LIBONATI B., *Diritto commerciale, impresa e società*, Giuffrè Editore, Milano, 2005, p. 463

⁷² DE ANGELIS L., *La s.r.l. cent'anni dopo: una società à la carte*, in *Le Società*, n. 6/2018, p. 687

Grazie a tale previsione, la s.r.l. può ricorrere indirettamente, e con i limiti previsti dal citato articolo, al mercato del capitale di credito.

Tale articolo ha coniugato l'esigenza dell'apertura alle s.r.l. al mercato del capitale di credito, con l'esigenza della tutela del risparmio diffuso. Quest'ultimo problema è stato ottemperato prevedendo la possibilità di sottoscrivere questi strumenti finanziari solo a favore di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale i quali, una volta sottoscritto lo strumento finanziario, sono responsabili della solvibilità della società emittente nei confronti dei successivi acquirenti.

L'emissione dei titoli di debito non rientra nella fattispecie della raccolta di risparmio effettuata tra il pubblico, disciplinata dal richiamato art 11 del D.lgs 1° settembre 1993 n.385 (TUB)⁷³; l'esclusione dal perimetro di applicazione si rende applicabile per effetto, da una parte, dal quarto comma lettera c) per cui il divieto di raccolta di risparmio presso il pubblico non si applica *“alle società, per la raccolta effettuata ai sensi del codice civile mediante obbligazioni, titoli di debito od altri strumenti finanziari”*.

Dall'altro, al fatto che le Istruzioni di Vigilanza per le banche emanate dalla Banca d'Italia⁷⁴ escludono che l'acquisizione dei fondi *“presso soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale, operanti nel settore bancario, finanziario, mobiliare, assicurativo e previdenziale”* integri la fattispecie di raccolta di risparmio tra il pubblico. La sottoscrizione verso investitori professionali non è soggetta all'obbligo di offerta al pubblico, in base all'art. 100 del TUF⁷⁵. Quindi la dottrina risulta concorde nel far rientrare in tale fattispecie la categoria degli *“investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali”* prevista dal comma 3 dell'art 2483 c.c.; pertanto l'emissione dei titoli di debito da parte delle s.r.l. risulta qualificabile come raccolta privata di risparmio⁷⁶.

La stessa Banca d'Italia con l'aggiornamento del 25 luglio 2003 del provvedimento n. 229 del 21 aprile 1999 è intervenuta per fornire una definizione, chiarendo che: *“la locuzione, volutamente generica, implica che la s.r.l. può emettere strumenti finanziari di massa*

⁷³ L'art 11 comma 1 li definiva come: *“Ai fini del presente decreto legislativo è raccolta del risparmio l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma”* e vietava, al comma successivo, la sua sottoscrizione *“ai soggetti diversi dalle banche”*.

⁷⁴ Circolare n. 229 del 21 aprile 1999

⁷⁵ L'articolo 30 comma 2 del medesimo provvedimento stabilisce che *“non costituisce offerta fuori sede quella effettuata nei confronti di investitori professionali, come definiti con regolamento della CONSOB, sentita la Banca d'Italia”*

⁷⁶ Ne convengono BRIOLINI M., *Op. cit.*, p. 431 e PORZIO M., *Op. cit.*, p. 1195

rappresentativi di un etero finanziamento creditizio, che possono essere di natura variegata e non di stampo meramente obbligazionario.

L'espressione comporta innanzitutto che il rapporto sottostante sia un prestito (un contratto di mutuo puro o a causa mista), e non riconduce il valore mobiliare in esame sic et simpliciter alla categoria delle obbligazioni, a differenza di quanto accade per le società per azioni per le quali la novella parla espressamente di «obbligazioni ed altri strumenti finanziari che condizionano i tempi e l'entità del rimborso all'andamento economico della società». Non a caso il codice civile per le s.r.l. non fa alcun riferimento, neppure indiretto o larvato, a forme di organizzazione degli obbligazionisti contemplate per le s.p.a.».

2.3. Previsione nell'atto costitutivo e organo competente all'emissione

L'art 2483 c.c. al comma 1 consente “*se l'atto costitutivo lo prevede*” l'emissione dei titoli di debito⁷⁷; quindi, la possibilità di emettere tali strumenti, deve essere espressamente prevista dall'atto costitutivo o da una sua successiva modificazione⁷⁸. Nel caso in cui la società volesse introdurre tale clausola, nell'atto costitutivo deve essere espressamente previsto:

- l'organo sociale a cui è attribuita la competenza all'emissione;
- gli eventuali limiti e le modalità;
- le maggioranze necessarie per la decisione di emissione.

La previsione nell'atto costitutivo risulta essere una condizione necessaria affinché sia ritenuta valida la delibera che introduce la possibilità di emettere titoli di debito, mentre le altre previsioni non devono necessariamente essere regolate nell'atto costitutivo essendo possibile farlo in sede della delibera di decisione alla loro emissione, come si dirà in seguito.

A differenza delle s.p.a., in cui la mancata previsione della clausola di emissione di obbligazioni non compromette la possibilità di ricorrere a tali strumenti, per le s.r.l., la mancata previsione statutaria comporta la preclusione al ricorso a titoli di debito ai sensi dell'art 2479-ter comma 1⁷⁹ ed il contestuale obbligo di restituire quanto ricevuto dal sottoscrittore.

⁷⁷ In merito CIAN, M., *Le competenze decisorie dei soci*, in IBBA C., MARASÀ G. (a cura di), *Trattato delle società a responsabilità limitata*, Vol. IV, Cedam, Padova, 2009, p.10 per cui risulta ragionevole arrivare alla conclusione che tale operazione non rientri fra le attività naturali che la s.r.l. pone in essere, a tal proposito vengono definite come operazioni estranee alla “normale attività dell'impresa” e priva di “collocazione nel modello legale”

⁷⁸ FANTETTI, F.R., *I titoli di debito delle s.r.l. come fonte di finanziamento alle imprese*, in *Il Sole 24h*, 13 gennaio 2017.

⁷⁹ ZANARONE G., *Op. cit.*, p.1789

Infatti, nel caso in cui la s.r.l. decidesse di emettere titoli di debito senza una previsione statutaria, tale fattispecie renderebbe l'emissione dei titoli di debito un atto estraneo ai limiti legali di rappresentanza societari⁸⁰ e ciò comporterebbe l'eventualità che il sottoscrittore possa ripetere la somma versata e la società non sia obbligata alle condizioni di emissione e sia, dunque, tenuta alla restituzione di quanto ricevuto (*sine titulo*) dal sottoscrittore⁸¹

La previsione potrà essere contenuta in qualunque parte del regolamento statutario (atto costitutivo, statuto, patto sociale, ecc.) e potrà essere inserita in questi documenti sia in sede di prima stesura che in un successivo momento, a condizione che sia espressamente prevista.

La dottrina risulta concorde nel ritenere legittima l'integrazione dello statuto a seguito di una sua modifica, che potrà essere effettuata contestualmente alla decisione di emissione dei titoli di debito⁸².

Come stabilito dall'art. 2483 c.c., l'atto costitutivo deve prevedere l'organo a cui è rimessa la decisione relativa all'emissione di tali titoli, essendo possibile conferirla o ai soci o agli amministratori.

Secondo l'orientamento del Comitato Triveneto dei notai, l'atto costitutivo deve obbligatoriamente prevedere l'attribuzione della competenza agli amministratori o ai soci⁸³.

La possibilità di ripartire le competenze alternativa tra soci e amministratori, seppur lecita, deve essere espressamente prevista nell'atto costitutivo. In questo caso, la decisione, che normalmente viene presa dagli amministratori, può essere presa dai soci su richiesta di uno o più amministratori o di tanti soci che rappresentino almeno un terzo del capitale sociale⁸⁴ (risulta lecita anche l'operazione contraria, ovvero se dai soci si delega agli amministratori⁸⁵).

La dottrina non risulta concorde in merito alla questione sulla possibilità di introdurre una specifica clausola statutaria che stabilisca la competenza di emissione all'amministratore unico

⁸⁰ A tal proposito SPADA P., *Op. cit.*, p. 807 che osserva come in tale caso intervenga l'inapplicabilità dell'art 2475 bis che esclude l'opponibilità delle limitazioni che risultano dall'atto costitutivo ai terzi, salva la possibilità di provare il comportamento intenzionale a danno della società. Nel caso in cui la clausola fosse prevista ma l'operazione eccede i limiti o le modalità o non siano state rispettate le maggioranze necessarie, ritornerebbe applicabile il suddetto articolo.

⁸¹ STELLA RICHTER Jr M., *Op. cit.*, p. 991

⁸² FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *Op. cit.*, p. 19

⁸³ Orientamento del Comitato Triveneto dei notai in materia di atti societari, Massima I.J.1. – contenuto minimo della clausola che ammette l'emissione di titoli di debito – pubblicata settembre 2004.

⁸⁴ In tal senso CABRAS G., sub art. 2483, in NICCOLINI G., D'ALCONTRES STAGNO A. (a cura di), *Società di capitali, Commentario*, vol. III, Editore Jovene, Napoli, 2004, p. 1694, in senso negativo STELLA RICHTER Jr M., *Op. cit.*, p. 993

⁸⁵ In tale fattispecie è possibile prevedere la possibilità che i soci deleghino solamente l'amministratore delegato, ma non è prevista la possibilità che ci sia una subdelega da parte degli amministratori che, dopo essere stati delegati dai soci, rimettano la decisione in capo all'amministratore delegato.

oppure, in caso di s.r.l. amministrata secondo il modello disgiunto, al singolo amministratore disgiuntamente dagli altri⁸⁶.

Ulteriore questione su cui si è confrontata la dottrina riguarda la mancata individuazione, nell'atto costitutivo, dell'indicazione dell'organo competente all'emissione. In base a ciò che stabilisce il secondo comma dell'art 2483 "*l'atto costitutivo*" attribuisce la competenza dell'emissione di tali strumenti "*ai soci o agli amministratori*".

Nel caso in cui la previsione statutaria risulti lacunosa, taluni autori, valorizzando l'autonomia statutaria, si sono espressi nel senso di una tacita attribuzione alternativa in capo rispettivamente agli amministratori e ai soci per le decisioni in merito all'emissione di questi strumenti finanziari⁸⁷.

L'altra parte della dottrina, sostiene che, rientrando l'emissione dei titoli di debito negli atti gestori, la mancata previsione statutaria comporta l'automatica attribuzione della competenza agli amministratori⁸⁸ in forza dell'art 2479 comma 1 per cui "*i soci decidono sulle materie riservate alla loro competenza dall'atto costitutivo*".

Secondo altri ancora in assenza di previsione statutaria la competenza spetta ai soci, in virtù del fatto che l'emissione dei titoli di debito non rientra negli atti gestori e quindi viene valorizzato il dato letterale dell'art 2483 del c.c.⁸⁹. Parrebbe eccessivo ritenere la mancata indicazione dell'organo competente all'emissione causa di inefficacia della clausola stessa, in virtù del fatto

⁸⁶ In particolare, in senso negativo PATRIARCA S., *I titoli di debito della S.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, Giuffrè Editore, Milano, 2005, p. 64 e FICO D., *Riflessioni sui titoli di debito emessi dalla s.r.l.*, in *Le Società*, n.2/2010, p. 145. In senso positivo il documento della FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *Op. cit.*, p. 19 che afferma che "*non esistono preclusioni all'ipotesi di una competenza disgiunta o alternativa per tipo di titolo*". Sul punto anche BRIOLINI M., *Op. cit.*, p. 446 che sostiene "*benchè accreditata la tesi contraria, non pare del tutto convincente: in specie, debole sembra il rilievo onde il riferimento agli "amministratori" e alle "maggioranze", contenuto nel primo comma dell'articolo 2483 c.c., mostrerebbe che il legislatore esige che la decisione di emissione sia presa da una pluralità di soggetti, ad esso potendosi replicare non solo che la formula pare aver riguardo all' id quod plerumque accidit, ma anche che l'obbiezione prova troppo, chè alla sua stregua dovrebbe anche escludersi, per coerenza, che nella s.r.l. unipersonale – ove non vi è una pluralità di soci, le delibere non sono prese a maggioranza – sia dato attribuire all'unico socio la decisione di emettere titoli di debito, visto che l'art. 2483 c.c. discorre di "soci" (ciò che non conta sia stato sostenuto da alcuno). Questi rilievi permettono di impostare – e tentare di risolvere – in modo più soddisfacente il problema se tra i "soci" cui allude il primo comma dell'art.2483 c.c. possa rientrare anche il singolo socio, investito dall'atto costitutivo, ai sensi dell'art. 2468, comma 3, c.c., del "particolare diritto" di decidere l'emissione dei titoli di debito*".

⁸⁷ SPADA P., *Op. cit.*, p. 806 e STELLA RICHTER Jr M., *Op. cit.*, p. 992 che sostiene che in questo tipo sociale manca una netta distinzione tra le competenze dei soci e quelle degli amministratori.

⁸⁸ CASALI P., *Op. cit.*, p. 1491

⁸⁹ Sul punto è intervenuto anche BRIOLINI M., *Op. cit.*, p. 431 che ha stabilito che "*una clausola di tale tenore finirebbe, de facto, per aggirare l'indicazione riveniente dal primo comma dell'art. 2483 c.c., che – nella parte in cui vuole che "l'atto costitutivo attribuisca al soci o agli amministratori" la competenza alla decisione di emissione – sembra imporre ai soci di operare, sin da subito (cioè al momento della stipula del contratto sociale, o di una eventuale sua modifica), una chiara scelta sul punto: scelta che invece mancherebbe se la decisione ricordata potesse essere presa, indifferentemente, dai soci o dagli amministratori, oppure all'inverso, dovesse essere assunta, congiuntamente, dagli uni e dagli altri*"

che in questo tipo societario manca una espressa distinzione tra le competenze riservate ai soci e quelle agli amministratori⁹⁰.

Nel caso in cui la clausola statutaria attribuisca la competenza, ma non indichi modalità e maggioranze necessarie relative alla decisione di emissione dei titoli di debito, è pacifico ritenere che si applichino in via residuale i regimi previsti dall'atto costitutivo o, in assenza, dalla legge. Pertanto, se si vorrà attribuire la competenza ai soci si applicherà l'art 2479 c.c., se invece, la decisione di emissione ricadrà nel perimetro dei poteri degli amministratori, si applicherà il regime dell'art 2475 c.c..

Infatti, nel caso in cui la decisione sia affidata ai soci, la delibera di emissione verrà assunta in sede assembleare, con metodo collegiale, che potrà deliberare in merito a tale decisione o con le maggioranze previste per l'assemblea ordinaria o con quelle straordinarie (se è espressamente scritto in una clausola statutaria). Inoltre, se l'atto costitutivo lo prevede, tali decisioni possono essere prese, in maniera alternativa, mediante consultazione scritta o con consenso espresso per iscritto (ai sensi dell'art. 2479 comma 3 c.c.)⁹¹.

Nel caso, invece, in cui la decisione risulti di competenza degli amministratori, valgono le disposizioni presenti nello statuto, in ogni caso rimangono valide le medesime disposizioni per cui le delibere possono essere assunte con modalità collegiali (maggioranze ordinarie o straordinarie) oppure, se l'atto costitutivo lo prevede, possono essere prese mediante consultazione scritta o consenso scritto (ai sensi dell'art. 2475 comma 3 c.c.).

Infatti, in assenza di indicazioni aggiuntive, è necessario il voto favorevole di tanti soci che rappresentino almeno la metà del capitale sociale mentre, nel caso la decisione sia presa in consiglio di amministrazione, bisogna fare riferimento all'atto costitutivo⁹².

Lo statuto potrà richiedere l'unanimità dei consensi degli interessati⁹³ e anche la possibilità che sia presa con il solo consenso di un singolo socio (diritto amministrativo ai sensi dell'art. 2468 comma 3 c.c.).

⁹⁰ STELLA RICHTER Jr M., *Op. cit.*, p. 992

⁹¹ Salva la possibilità, ai sensi dell'art 2479-bis, comma 4, in capo ai soci o agli amministratori che rappresentano un terzo del capitale, di ottenere che la relativa decisione sia adottata mediante delibera assembleare.

⁹² GABELLI M., *Op. cit.*, 2019, p. 1231

⁹³ STELLA RICHTER Jr M., *Op. cit.*, p. 994

2.4. L'art. 2483 c.c. e la questione della mancata indicazione dei limiti quantitativi previsti per l'emissione

Da una prima lettura del citato articolo, pare che l'emissione di questi strumenti non sia sottoposta a limiti quantitativi, previsione in netto distacco con quella in capo alle s.p.a. (art 2412 c.c.) che stabilisce dei limiti quantitativi all'emissione di obbligazioni. In particolare, il primo comma stabilisce che: *“La società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato”*.

La mancata previsione di tali limiti si sposa perfettamente con l'esigenza da parte del legislatore di tutelare l'autonomia negoziale in capo ai soci della s.r.l. al fine di costruire un tipo societario flessibile.

Bisogna, tuttavia, tenere in considerazione che la struttura finanziaria della s.p.a. risulta essere più solida rispetto a quella della s.r.l. e quindi, il fatto che il legislatore introduca limiti quantitativi solo in capo alla prima, ha sollevato molti dubbi viste le criticità legate alla capitalizzazione che storicamente sono in capo alla s.r.l.

In dottrina sono state sollevate molte perplessità circa la possibilità, per le s.r.l., di indebitarsi liberamente, tant'è che alcuni autori hanno ipotizzato l'applicazione in via analogica dell'art 2412 c.c. per l'emissione di titoli di debito.

A questo proposito è stato espresso il timore che l'emissione “indiscriminata” di titoli di debito possa compromettere l’“equilibrio-finanziario” dell'impresa societaria, in controtendenza rispetto all'indirizzo del legislatore della riforma volto a reprimere il fenomeno della c.d. sottocapitalizzazione nominale⁹⁴. Alcuni autori hanno suggerito una lettura testuale del suddetto articolo, affermando *“l'imperatività dell'introduzione nell'atto costitutivo di un limite all'emissione, pena l'illegittimità dell'operazione di finanziamento”*⁹⁵.

Tali titubanze possono essere superate se si tiene in considerazione che l'emissione di titoli di debito prevista dal comma 3 dell'art. 2483 c.c., ha come destinatari esclusivi investitori professionali, sottoposti a vigilanza prudenziale (sul punto si rimanda ai prossimi paragrafi).

A tal proposito, lo stesso articolo 2412, al comma 2, stabilisce che *“il limite di cui al primo comma può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla*

⁹⁴ PATRIARCA S., Op. cit., p. 70

⁹⁵ BRIOLINI F., Op. cit., p. 428

sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali”; rilevando un’analogia tra la suddetta disciplina e l’emissione dei titoli di debito nelle s.r.l..

Tale norma consente alle s.p.a. che vogliono emettere obbligazioni per un importo superiore a quello stabilito nel primo comma del citato articolo, la possibilità di farlo a patto che le stesse siano riservate ad investitori professionali e che quindi rispondano della solvenza della società.

Quindi, l’assenza di un limite quantitativo all’emissione di titoli di debito trova spiegazione nel ruolo di garanzia svolto dagli intermediari soggetti a vigilanza prudenziale; pertanto il legislatore ha ritenuto sufficiente questo tipo di tutela senza prevedere ulteriori limiti alla libertà prevista per la società di emettere titoli di debito preservando, così, l’esigenza di mantenere l’autonomia statutaria nel modello della s.r.l..

Ancora, l’inesistenza di vincoli quantitativi relativi all’emissione di questi strumenti è avvalorata dal fatto che, come detto nel precedente paragrafo, questi sono qualificati come strumenti di raccolta privata di risparmio.

La norma dell’articolo in questione non prevede ulteriori limitazioni, essendo quest’ultime a completo appannaggio dell’organo che delibera in merito all’emissione dei titoli di debito. Infine, sono sorti dubbi in merito all’applicazione della disciplina prevista dal C.I.C.R. all’emissione dei titoli di debito da parte della s.r.l.. Una parte della dottrina sostiene che l’emissione non rientri nel perimetro di applicazione delle disposizioni del C.I.C.R. in virtù del fatto che l’art. 11 comma 4 del TUB stabilisce che tale disciplina si rende applicabile solamente se la legge non regola nessun altro tipo di vincolo per quel tipo societario. In merito, anche la stessa delibera del C.I.C.R., nell’art. 4⁹⁶ si è espressa in questo senso.

Altri ancora hanno condiviso questa tesi in virtù del fatto che questi strumenti finanziari sono riservati ad investitori professionali qualificati rappresenterebbe di per sè un limite sufficiente a garantire la loro emissione.

La parte della dottrina che, invece, sostiene che la delibera del C.I.C.R. sia da applicare anche a queste tipologie di emissioni, ritiene che i titoli di debito debbano avere un taglio minimo non

⁹⁶ L’art 4 del C.I.C.R. 2005 al comma 2 prevede che *“Le società a responsabilità limitata e le società cooperative cui si applicano le norme sulla società a responsabilità limitata emettono strumenti finanziari di raccolta nel rispetto di quanto previsto, rispettivamente, dagli articoli 2483 e 2526 del codice civile”*. Sul punto, e CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio* in AA.VV. *Il Nuovo diritto delle società*, UTET, Torino, Vol. III, p. 766

inferiore a 50.000 Euro⁹⁷. La previsione di questo limite però renderebbe l'utilizzo dei suddetti strumenti disincentivante, tant'è che alcuni autori ne hanno proposto la disapplicazione⁹⁸.

In particolare, la Relazione al D. Lgs. n. 6, la quale, al par. 11, afferma che risulta importante *“la disciplina dettata in attuazione delle lett. g), comma 2, art. 3 della legge di delega, in merito all'emissione di titoli di debito da parte di società a responsabilità limitata. In proposito si è cercato un equilibrio tra l'esigenza di rendere praticabile ed utile per le società a responsabilità limitata l'accesso a queste forme di finanziamento e quella di assicurare la necessaria salvaguardia agli interessi dei risparmiatori”*.

Nel momento dell'emissione, la società potrà ugualmente disporre limitazioni di qualsiasi genere⁹⁹ per ottemperare alle diverse esigenze, purché siano contemplati nell'atto costitutivo. Gli eventuali limiti potranno essere di ordine quantitativo (introducendo specifiche soglie oltre il quale non è permesso emettere tali strumenti, potendo rimandare ai limiti previsti per l'emissione di obbligazioni da parte delle s.p.a.) oppure di tipo qualitativo (come la preclusione alla possibilità di emettere tali titoli con determinate forme e contenuto oppure l'introduzione di limiti alla circolazione)¹⁰⁰.

Lo statuto infatti potrà disciplinare le competenze riservate all'assemblea dei sottoscrittori di titoli di debito in merito alla:

- nomina o revoca del rappresentante comune dei sottoscrittori dei titoli di debito;
- modifica delle condizioni del prestito su concorde richiesta della società, in attuazione di quanto previsto dall'ultima parte del terzo comma dell'art. 2483 c.c.;
- decisione sulla costituzione di un fondo spese per la tutela degli interessi comuni e sul rendiconto dell'attività del rappresentante comune¹⁰¹.

⁹⁷ GABELLI M., *Op. cit.*, 2019, p. 1231

⁹⁸ Sul punto BRIOLINI F., *Op. cit.*, p. 440 che, in merito alla possibilità di applicare i limiti previsti dalla citata delibera del C.I.C.R. stabilisce che appare criticabile sotto il profilo dell'opportunità in merito sia al taglio minimo così elevato che rappresenterebbe un disincentivo all'acquisto dei titoli stessi da parte degli investitori professionali ma anche per un'esigenza di tutela nei confronti dei piccoli risparmiatori. CAMPOBASSO M., *La società a responsabilità limitata. Un modello “senza qualità”?* in IRRERA M. (a cura di), *Op. cit.*, p. 48 che propone la modifica della delibera C.I.C.R., eliminando o modificando il taglio minimo di 50.000 Euro per favorire la creazione di un mercato per questi titoli.

⁹⁹ In merito CASALI P., *Op. cit.*, p. 1493 per cui *“il legislatore ha attribuito alla società a responsabilità limitata ampia autonomia anche nella specificazione del contenuto patrimoniale dei titoli in esame, modulabile secondo le mutevoli esigenze finanziarie della società. Sono quindi da intendersi tutte le varianti elaborate dalla prassi compatibili con i divieti specificatamente imposti dal legislatore alla s.r.l.”* e DEMURO I., *Alcune osservazioni sui titoli di debito nelle società a responsabilità limitata*, in *Giustizia Civile*, n.11/2004, p.525.

¹⁰⁰ GABELLI M., *Op. cit.*, 2019, p. 1229

¹⁰¹ Lo stesso documento della FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *Op. cit.*, p. 19, suggerisce di inserire nella delibera di emissione della clausola statutaria: il valore nominale dei titoli emessi; la data a decorrere dalla quale il prestito avrà godimento; il rendimento dei titoli; gli eventuali criteri per la determinazione del rendimento stesso, i tempi, l'entità e le modalità di pagamento degli interessi; la natura del prestito e cioè se si tratti di un prestito senior, oppure subordinato in tutto o in parte alla soddisfazione degli altri creditori sociali.

2.5. La delibera di emissione

Le caratteristiche del titolo, in particolare la forma e il contenuto, vengono determinate ogni volta dalla decisione di emissione di questi strumenti finanziari. Come già si accennava, la decisione di emissione può consistere nella stessa deliberazione di modifica dell'atto costitutivo con cui si prevede la possibilità da parte della società di emettere tali titoli.

Si potrebbe prevedere, anche se non necessario, la possibilità della verbalizzazione e del controllo notarile, che sono prerogative necessarie al fine dell'emissione di obbligazioni da parte delle s.p.a.. L'art 2410 c.c. al comma 2 dispone che la loro emissione debba risultare da atto redatto dal notaio che deve poi essere soggetto a pubblicità nel registro delle imprese con le stesse modalità previste per le modifiche statutarie.

Per quanto riguarda le s.r.l., la decisione di emissione è soggetta a pubblicità presso il registro delle imprese e quindi dovrà risultare da atto scritto, prima di tale iscrizione, non si potrà procedere alla loro emissione.

In merito alla forma che assume tale decisione, non essendo previsto l'obbligo notarile, si ritiene che questa assuma la forma in base all'organo che ne ha deliberato in merito.

Pertanto, nel caso in cui la delibera venga presa in assemblea, questa risulterà dal verbale di assemblea (ottenuta da consultazione scritta o consenso espresso per iscritto, ai sensi dell'art. 2479 c.c.); invece, se la decisione spetta agli amministratori, si avrà il verbale del consiglio di amministrazione.

Il contenuto della delibera, non risulta regolato espressamente da nessuna disposizione, ma si ritiene che debba disciplinare le condizioni del prestito e le modalità di restituzione, in particolar modo, la scadenza¹⁰².

In ogni caso, come condizione di legittimità è prevista l'iscrizione presso il registro delle imprese (dove deve essere iscritta sia la modifica statutaria sia la delibera di emissione). A differenza della delibera che permette l'emissione dei titoli, presente nello statuto, la delibera

¹⁰² In particolare, BUSANI A., *Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni*, in *Le Società*, n. 12/2013, p.1323 chiarisce che *"il documento contenente il titolo di debito, dopo l'intitolazione quale "titolo di debito", deve indicare la denominazione della società emittente (e i suoi dati "anagrafici"), il valore nominale del titolo, la decisione di emissione (dalla quale si ricavano le condizioni del prestito) e la firma dell'amministratore della società emittente che sia stato delegato alle operazioni di emissione. Inoltre (...) deve enunciare l'identità del garante e l'ammontare della garanzia"* e il Consiglio notarile del Triveneto con la Massima I.J.1. che elenca il contenuto obbligatorio: *"la forma della decisione di emissione (atto pubblico o privato), le modalità della decisione, le maggioranze per la decisione di emissione, i limiti e le modalità all'emissione"* e CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio* in AA.VV. *Il Nuovo diritto delle società*, UTET, Torino, Vol. III, p. 769

di emissione di tali strumenti di debito, deve essere soggetta ad una pubblicità dichiarativa ai sensi dell'art 2193 c.c. in questo caso la competenza ad effettuare il deposito è rimessa in capo agli amministratori.

La prassi notarile, la prassi in voga nei tribunali e le istruzioni conferite a livello camerale, confermano la possibilità che le delibere di carattere economico possono essere anticipate rispetto al compimento delle formalità pubblicitarie¹⁰³.

Dal punto di vista della qualificazione giuridica, con la procedura di emissione viene prodotto un contratto tra la società e i sottoscrittori. Quindi, dopo aver deliberato in merito all'emissione di questi titoli, la società perfeziona con i vari soggetti i contratti di sottoscrizione in base alle modalità e ai termini contenuti nella delibera di emissione, con la possibilità di unificare tali momenti.

Infine, in merito al potere di impugnazione previsto per i possessori dei titoli, nel caso in cui le decisioni non fossero state prese in conformità all'atto costitutivo o alla legge, per quest'ultimi si applicherà la norme in tema di invalidità delle decisioni dei soci, nel caso siano stati emessi a seguito di una delibera assembleare (ai sensi dell'art. 2479-ter c.c.); nel caso siano state prese dagli amministratori, si ritiene che si possa far valere solamente la responsabilità dei singoli amministratori (ai sensi dell'art. 2476 c.c.).

2.6. Forma dei titoli di debito

Al fine di rendere esaustiva tale disamina, è necessario determinare se i titoli di debito possano essere rappresentati da un titolo di credito e se questi possano essere sottoposti al regime di dematerializzazione volontaria¹⁰⁴ (ai sensi dell'art. 28, comma 3, d.lgs n. 213/1998), oppure se possano assumere la forma di un titolo improprio (ai sensi dell'art. 2002 c.c.).

Se si valorizzasse il significato letterale della norma in questione, si dovrebbe dare atto come il termine *titolo di debito* rimandi ad obbligazioni e a titoli di Stato, strumenti emessi con forma cartolare¹⁰⁵.

¹⁰³ Sul punto la FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *Op. cit.*, p. 23 che stabilisce che “ovviamente sarà buona norma prevedere nella delibera di emissione che il contratto di finanziamento relativo all'emissione di titoli di debito produca effetti solo se la delibera sarà iscritta nel Registro delle Imprese”

¹⁰⁴ In merito sono sorti dubbi in forza del fatto che la Delibera del Consob n. 11768 del 23 dicembre 1998 ha previsto che tale regime si applicasse purchè “le obbligazioni e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali” risultino liberamente trasferibili.

¹⁰⁵ Sul punto BUSANI A., *Op. cit.*, p.1319 che afferma come i titoli di debito siano “normalmente incorporati in un documento che ha le caratteristiche del “titolo di credito” “a legittimazione nominale”, il quale può, quindi,

È necessario segnalare come la società a responsabilità limitata possa attuare operazioni di finanziamento attraverso la predisposizione di strumenti finanziari non documentati in titoli circolanti¹⁰⁶ e, secondo la dottrina, tale fattispecie rientrerebbe nella previsione dell'art 2483 c.c. in quanto se si prevedesse l'esclusione dall'ambito di applicazione di tale norma “*si priverebbe ingiustificatamente l'acquirente di quegli strumenti finanziari (pur sempre trasferibili con le forme e gli effetti della cessione ordinaria del credito) della tutela di cui al secondo comma dell'art. 2483 c.c., e ciò in una situazione in cui il regime circolatorio dello strumento meno orientato al mercato sembrerebbe reclamare una tutela degli acquirenti in termini di garanzia di solvenza del debitore non meno intensa di quella fornita in caso di emissione e circolazione di (un vero e proprio) titolo di debito*”¹⁰⁷. Pertanto, rientrano nella fattispecie dei titoli di debito anche gli strumenti di massa privi di forma cartolare¹⁰⁸.

Nel caso, invece, in cui assumessero la forma di titoli di credito (come per le obbligazioni e per i titoli di debito pubblico) si tratterà di titoli causali e a letteralità incompleta¹⁰⁹.

Se i titoli di debito emessi assumono natura cartolare, il titolo circolerà secondo le norme previste per i titoli nominativi o all'ordine ma non secondo le modalità dei titoli al portatore¹¹⁰. Nel caso in cui siano emessi con forma cartolare, è necessario dare evidenza del verbale di emissione, dell'importo del credito, dei dati identificativi della società emittente e del nominativo del soggetto garante.

Se invece vengono prodotti meri documenti di legittimazione del credito sottostante, essi saranno svincolati dalla disciplina alla circolazione dei titoli di credito e saranno assoggettati direttamente alle norme proprie della cessione del credito.

essere confezionato si anella forma del “titolo nominativo” che nella forma del “titolo all'ordine”, e sono soggetti pertanto alle regole di circolazione degli artt. 2021 e ss. c.c.”

¹⁰⁶ SPADA P., *Op. cit.*, p. 805

¹⁰⁷ STELLA RICHTER Jr M., *Op. cit.*, p. 998

¹⁰⁸ Di tale avviso anche SPADA P., *Op. cit.*, p. 805 e FIMMANO' F., *Op. cit.*, p.110.

¹⁰⁹ A tal proposito STELLA RICHTER Jr M., *Op. cit.*, p. 999 ha stabilito le condizioni che debbono essere rispettate in questa fattispecie, ovvero: che l'emissione dei titoli di debito sia giustificata dall'intento di finanziamento della società, l'operazione deve essere evocata dalla lettera del titolo, il contenuto risulta integrato con le previsioni statutarie, i vizi in relazione al contenuto degli strumenti di debito sono opponibili ai portatori degli stessi.

¹¹⁰ In tale fattispecie, si ritiene, come la cambiali finanziarie, che debba figurare l'investitore professionale che li ha originariamente sottoscritti, per le altre condizioni è possibile rimandare alla delibera di emissione sottoposta a iscrizione nel registro delle imprese. In merito, è intervenuto il Consiglio notarile del Triveneto con la Massima I.J.2. che specifica che i titoli di debito non possono essere emessi al portatore in forza del fatto che la circolazione dello strumento di debito è legata alla qualifica del giratario.

2.7. Contenuto della decisione di emissione dei titoli di debito

La sottoscrizione di titoli di debito comporta il sorgere in capo al sottoscrittore, oltre al diritto alla restituzione della somma di denaro prestata alla società, anche il diritto alla corresponsione di un interesse. Infatti, tali strumenti di debito *“possono incorporare e normalmente incorporano, oltre al diritto alla restituzione della somma di denaro prestata alla società, anche il diritto al pagamento di un interesse”*¹¹¹; la determinazione degli interessi può essere quantificata in misura fissa o variabile. Secondo il primo metodo gli interessi potranno essere anticipati ed esaurirsi nella differenza tra ammontare da rimborsarsi e prezzo di emissione del titolo (premio di emissione, come se fosse zero coupon). Nel secondo caso, invece, gli interessi possono essere quantificati in misura variabile e quindi parametrati o ad indici generali o all'andamento della società emittente¹¹². Inoltre, oltre la corresponsione di interessi, potranno essere assegnati anche premi.

In merito alla possibilità di adottare misure indicizzate, sono emersi alcuni dubbi in ragione del fatto che non risultano coerenti con l'attività societaria svolta.¹¹³

Si ritiene lecito inserire un'opzione call, per cui risulta possibile rimborsare il titolo prima della scadenza prevista nella delibera di emissione oppure un'opzione put, in cui sarà lo stesso investitore a poter chiedere un rimborso anticipato della somma.

Per quanto concerne le modalità di rimborso, queste saranno regolate nella decisione di emissione del medesimo titolo, si può prevedere un piano di rimborso unificato per tutti i sottoscrittori oppure diversificato; ancora si potrebbe stabilire un piano di ammortamento.

Risulta necessaria la previsione del termine per il rimborso che potrebbe essere anche postergato al soddisfacimento di altri creditori¹¹⁴, tesi che non sembrerebbe ottenere un riscontro positivo da parte della dottrina, soprattutto nel caso in cui fossero gli stessi soci a

¹¹¹ STELLA RICHTER Jr M., *Op. cit.*, p. 1000

¹¹² Di tale avviso STELLA RICHTER Jr M., *Op. cit.*, p. 1000 e DEMURO I., *Op. cit.*, p.525

¹¹³ Infatti, CABRAS G., *Op. cit.*, p. 1697 sostiene, in merito all'indicizzazione, che *“sarà la pratica a selezionare i parametri di riferimento effettivamente utilizzabili per il finanziamento di società a responsabilità limitata. Si segnala soltanto che il ricorso a criteri sofisticati di indicizzazione (ad esempio, con riferimento a titoli quotati nei mercati regolamentati ovvero a determinati indici di tali mercati: c.d. titoli strutturati, nei quali alle caratteristiche dei titoli di debito si affiancano quelle dei contratti “derivati”), sebbene non possa ritenersi precluso in astratto per i titoli di debito delle società a responsabilità limitata, non sembra coerente con l'attività d'impresa esercitabile in tale forma societaria”*.

¹¹⁴ Nel caso di insolvenza da parte della società, i soci finanziatori avranno il diritto all'insinuazione nel passivo della società e potranno assumere la qualifica di creditori “sottochirografari”. Tale postergazione non opererà nel caso in cui il finanziamento sia stato fatto in un momento in cui risulti in eccessivo squilibrio finanziario oppure in una situazione in cui sarebbe stato ragionevole effettuare un conferimento.

sottoscrivere i titoli di debito per cui si incontrerebbe un limite legislativo nell'art. 2467.¹¹⁵ Tale fattispecie, infatti, genera le problematiche che sono state affrontate nel primo capitolo del suddetto elaborato in tema di finanziamento dei soci.

Quindi l'atto costitutivo potrà contenere sia limiti quantitativi ma anche qualitativi in relazione alla forma e al contenuto della loro emissione.

2.8. Titoli di debito convertibili

La questione inerente alla possibilità di emettere titoli di debito convertibili in quote di capitale ha sollevato in dottrina un vivace dibattito che ha fatto emergere posizioni diverse.

Secondo una prima teoria, condivisa da diversi autori¹¹⁶, la convertibilità di questi strumenti non sarebbe legittima in quanto, non risulterebbe in linea con la previsione del legislatore di creare un tipo societario chiuso. Tale teoria farebbe leva sul divieto, stabilito dal comma 1 dell'art. 2468 del c.c., previsto per le quote di una s.r.l. di costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari.

Una parte minoritaria della dottrina sostiene, invece, che l'emissione di titoli convertibili non costituirebbe nessun tipo di violazione in forza del fatto che non risultano partecipazioni sociali e nemmeno strumenti volti a violare il divieto di sollecitamento all'investimento in quote di capitale¹¹⁷.

La prima argomentazione, fondandosi sul presupposto che i titoli di debito convertibili attribuiscono un diritto potestativo di diventare socio della s.r.l., sostiene che fino a quando non viene esercitato il diritto di conversione, il possessore di tale strumento è assimilabile ad un altro soggetto che possiede titoli di debito, ovvero un normale creditore societario.

In merito al divieto alla sollecitazione all'investimento in partecipazioni sociali, la dottrina osserva che l'art. 100 del TUF, come già ricordato più volte all'interno di tale elaborato,

¹¹⁵ A tal proposito CABRAS G., *Op. cit.*, p. 1694 sostiene che “*Semmai può discutersi se la postergazione si verifichi automaticamente, ai sensi del nuovo art. 2467, qualora gli investitori professionali, dopo aver sottoscritto i titoli di debito, li trasferiscano ai soci della società emittente; ritengo, tuttavia, che il quesito debba essere risolto negativamente, a meno che l'emissione dei titoli – in presenza delle condizioni previste dall'art. 2367, 2° comma – sia preordinata alla loro collocazione, per il tramite degli investitori professionali, presso i soci*”.

¹¹⁶ Sul punto, SPADA P., *Op. cit.*, p. 806, PORZIO M., *Op. cit.*, p. 1192 e BUSANI A., *Op. cit.*, p. 1320 che sostiene che se si prevedesse tale conversione, risulterebbe in contrasto con la norma dell'art. 2468 c.c. che stabilisce il divieto di offerta al pubblico delle quote della s.r.l.

¹¹⁷ CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio* in AA.VV. *Il Nuovo diritto delle società*, UTET, Torino, Vol. III, p. 757 che non esclude la previsione di alcuni diritti di controllo e informazione a favore dei possessori dei titoli di debito.

stabilisce che la disciplina della sollecitazione all'investimento non trova applicazione in questo caso poiché l'emissione dei titoli di debito da parte delle s.r.l. è consentita solamente verso investitori professionali.

Alla luce di quanto sopra esposto, è stata proposta¹¹⁸ la creazione un *corpus* di regole da applicare nel caso in cui si dovessero emettere titoli di debito convertibili. In particolare:

- la decisione di emissione di questi strumenti finanziari deve fissare il rapporto di conversione e deliberare l'aumento di capitale sociale messo a servizio di tale emissione (ciò comporta che l'organo competente all'emissione non potrà essere deciso liberamente ma dovranno essere rispettate le regole previste in tema di aumento di capitale);
- i titoli di debito convertibili non potranno essere emessi per somme inferiori rispetto al valore complessivo delle quote oggetto di offerta (ai sensi del comma 1 dell'art. 2464 c.c.);
- dovrebbe essere rispettata la norma dell'art. 2481 bis c.c. in tema di esclusione del diritto di opzione dei soci; tale previsione si renderebbe necessaria per favorire la sottoscrizione da parte dell'investitore professionale dei titoli convertibili, salva la possibilità di recesso per il socio dissenziente.

Infine, recentemente il Comitato Triveneto dei notai è intervenuto con la Massima I.J.3. ritenendo legittima la previsione dell'atto costitutivo che consenta l'aumento del capitale sociale esclusivamente riservato ai possessori di titoli di debito e da effettuarsi tramite conversione di questi strumenti finanziari (attraverso la "*compensazione del debito da finanziamento portato dai titoli- che vengono conseguentemente estinti- con il credito da sottoscrizione delle nuove quote emesse*"). Il suddetto aumento non consente di rispettare il diritto di prima sottoscrizione dei soci, per questo motivo potrà essere deliberato solamente se lo statuto lo consente (ai sensi dell'art. 2481 c.c.) o previo consenso unanime di tutti i soci¹¹⁹.

2.9. La sottoscrizione

L'art 2483 c.c. prevede espressamente che la sottoscrizione di tali strumenti sia riservata esclusivamente agli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, pertanto

¹¹⁸ CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio* in AA.VV. *Il Nuovo diritto delle società*, UTET, Torino, Vol. III, p. 788

¹¹⁹ Consiglio Notarile del Triveneto, Massima I.J.3.

semberebbero non rientrare, nel novero di tale norma, gli investitori non soggetti a tale vigilanza e i soci della stessa società perché non garantirebbero i requisiti di “*solidità patrimoniale e solvibilità idonei, per l'appunto, a rendere affidabile la garanzia posta dalla legge in capo al sottoscrittore dei titoli*”¹²⁰.

Come ricordato precedentemente, tale fattispecie non deve essere ricondotta alla disposizione prevista in materia di sollecitazione all'investimento contenute nell'art. 100, comma 1 del TUF.

In merito al termine di *investitore professionale*, questo viene definito nell' art. 31 comma 2 della deliberazione CONSOB n. 11522/1998 (successivamente modificato dalla delibera n. 13710/2002) per cui per “*operatori qualificati si intendono gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d'origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106, 107 e 113 del decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie, nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante*”.

All'interno di questa categoria, è possibile annoverare un sottogruppo costituito dagli investitori soggetti a vigilanza prudenziale previsti dall'art. 2483 c.c.¹²¹.

Inoltre, l'art. 6 del TUF rimanda al regolamento CONSOB¹²² per l'individuazione dei clienti professionali in particolare rientrano:

1) soggetti tenuti a essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, siano essi italiani o esteri quali:

a) banche;

¹²⁰ STELLA RICHTER Jr M., *Op. cit.*, p. 1002

¹²¹ Tale previsione è avvalorata dal fatto che l'art. 28 della delibera CONSOB n. 11971/1999, chiamata a definire la categoria degli investitori professionali, rimanda espressamente agli investitori definiti dall'art. 31 comma 2 della suddetta delibera.

¹²² Regolamento intermediari, adottato con delibera CONSOB n. 20307 del 15 febbraio 2018 che all'Allegato 3 dopo aver chiarito che “*un cliente professionale è un cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume*”

- b) imprese di investimento;
- c) altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati;
- d) imprese di assicurazione;
- e) organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi;
- f) fondi pensione e società di gestione di tali fondi;
- g) i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci;
- h) soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia (*locals*);
- i) altri investitori istituzionali;
- j) agenti di cambio;

2) le imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali:

- totale di bilancio: €20.000.000;
- fatturato netto: €40.000.000;
- fondi propri: €2.000.000;

3) gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie.

Inoltre, tale orientamento risulta dimostrato anche dall'art 11 TUB comma 4 *quinquies* che disciplina come gli investitori professionali che rispondono della solvenza della società per gli strumenti finanziari emessi dalla stessa, “*devono rispettare idonei requisiti patrimoniali stabiliti dalle competenti autorità di vigilanza*”

Infatti, tali controlli sono funzionali al ruolo di garanzia di solvenza della società in caso di trasferimento dei titoli di debito che tali soggetti svolgono.

Pertanto, i soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale sono: le banche, le SIM, le SGR, le SICAV le compagnie di assicurazione e le società iscritte nell'elenco di cui all'art 107 del TUB.

Tali soggetti risultano soggetti a vigilanza prudenziale esercitata o da un'autorità pubblica o privata “*sul rispetto di regole, emanate dalla stessa autorità o comunque previste, in materia*

di adeguatezza patrimoniale, contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni, partecipazioni detenibili, organizzazione amministrativa e contabile, controlli interni e sulla verifica del rispetto di tali norme”¹²³

Quando l’investitore sottoscrive tali titoli, questi possono essere trasferiti liberamente a qualsiasi soggetto e, nel caso in cui venga venduto a soggetti diversi dagli investitori qualificati o dai soci, l’investitore risponde della solvenza della società. Si configura una sorta di obbligazione di regresso simile a quella prevista per le obbligazioni emesse oltre i limiti previsti dall’art. 2412 per le s.p.a¹²⁴.

Sarà premura dell’investitore professionale effettuare una verifica per accertarsi che la società sia in grado di rispettare gli impegni assunti a seguito dell’emissione dei titoli di debito, in particolare la *due diligence* si articolerà su diversi piani:

- *contesto di mercato (potenziale crescita del PIL, disoccupazione e inflazione...);*
- *solidità patrimoniale (debito/patrimonio netto, debito a breve termine/debito a medio lungo termine, debito/totale attivo...);*
- *cash flow (EBITDA; cash flow netto; giorni di incasso e pagamento...);*
- *rischio industriale (contesto competitivo, stabilità della domanda, difendibilità dei margini);*
- *dimensione emittente (fatturato, quota di mercato, espansione geografica, rischio paese nel caso di esportazioni);*
- *business plan (coerenza del piano, sostenibilità del business plan).¹²⁵*

In merito alla responsabilità degli investitori professionali, l’art. 2483 c.c. al secondo comma prevede una tipologia di responsabilità solidale con la società emittente al fine di tutelare gli acquirenti successivi al primo sottoscrittore dello strumento di debito. Il legislatore, infatti, ha previsto questo tipo di tutela al fine di salvaguardare i soggetti che, pur acquistando tali strumenti finanziari, non abbiano le competenze tecniche necessarie o le informazioni per poter quantificare il rischio che si assumono sottoscrivendoli.

¹²³ Così come previsto dalla Circolare Banca d’Italia n. 288 del 3 aprile 2015

¹²⁴ STELLA RICHTER Jr M., *Op. cit.*, p. 1004

¹²⁵ FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *Op. cit.*, p. 17

La *ratio* di tale disposizione risiede sia nel fatto di tutelare i soggetti che non abbiano determinate capacità che di salvaguardare coloro che non sono soci della società emittente¹²⁶.

2.10. Il regime della garanzia

L'indicazione della garanzia risulta necessaria nel momento dell'emissione dei titoli di debito, tant'è che la stessa delibera del C.I.C.R. la considera necessaria, l'art. 3 stabilisce che devono essere indicati, sugli strumenti finanziari, l'identità del garante e l'ammontare della garanzia (ovvero l'identità dell'investitore professionale che abbiamo sottoscritto il titolo per primo e l'importo da esso sottoscritto¹²⁷).

L'art 2483 c.c. dispone che il soggetto, che trasferisce i titoli a seguito della sottoscrizione, risponda della solvenza della società emittente solamente nei confronti dei successivi acquirenti che non siano in possesso dei requisiti per qualificarli come investitori professionali o che non siano soci.

La dottrina non risulta concorde in merito all'attribuzione di tali obblighi in capo al sottoscrittore. Infatti, nel caso in cui, successivamente alla prima sottoscrizione necessariamente destinata agli investitori professionali, il titolo venga passato a soggetti privi del requisito di professionalità e a sua volta venga trasferito ad un altro soggetto non qualificato, l'orientamento della dottrina non risulta uniforme. Una parte degli autori tende a sostenere che la responsabilità ricadrebbe solamente sull'ultimo degli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale che abbia ceduto il titolo di debito¹²⁸.

Pertanto, per coloro che valorizzano detta ipotesi, solamente l'investitore professionale è tenuto a prestare la garanzia, poiché solo per questo soggetto è richiesta una particolare condizione di stabilità patrimoniale. Adottando questo punto di vista, sia il sottoscrittore che ogni successivo investitore soggetto a vigilanza prudenziale *“avrebbero il modo per disporre del titolo senza assumere con certezza responsabilità per la solvenza dell'emittente e senza indebolire la consistenza della garanzia offerta dalla legge agli investitori non qualificati”*¹²⁹. Sul punto,

¹²⁶ I soci, infatti, anche nel caso in cui non siano dotati di poteri amministrativi, hanno il diritto di ottenere dagli amministratori informazioni in merito all'andamento della società ed hanno, tra l'altro, la possibilità di visionare i libri sociali e i documenti relativi all'amministrazione (ai sensi dell'art. 2476, comma 2 c.c.)

¹²⁷ BUSANI A., *Op. cit.*, p. 1323

¹²⁸ FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *Op. cit.*, p. 26 e CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio* in AA.VV. *Il Nuovo diritto delle società*, UTET, Torino, Vol. III, p. 780

¹²⁹ STELLA RICHTER Jr M., *Op. cit.*, p. 1005

risulta necessario chiarire se nel caso di circolazione fra più investitori professionali, si possa configurare un tipo di coobbligazione. Tale tesi poggia sul dato letterale dell'art. 2483 c.c., per cui il periodo *“a chi trasferisce”* viene interpretato in senso estensivo come a tutti coloro che, in possesso dei requisiti patrimoniali, trasferiscono titoli di debito. La dottrina, però, è pacifica nel ritenere non plausibile tale tesi in quanto in contraddizione con la Relazione illustrativa alla legge di riforma del diritto societario¹³⁰.

Altra parte della dottrina¹³¹, prediligendo un'interpretazione letterale della Relazione illustrativa, ritiene che la responsabilità potrebbe ricadere anche in capo a soggetti non qualificati¹³².

Infine, nel caso in cui i titoli di debito non risultino sottoscritti da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, è stata avanzata l'ipotesi che propende per la validità di tali titoli ma con la conseguenza che *“i terzi portatori acquisterebbero i diritti autonomi in essi rappresentanti e il sottoscrittore continuerebbe a rispondere della solvenza dell'emittente”*¹³³. Altri¹³⁴, invece, ritengono che non si possa condividere la suddetta soluzione in quanto la sottoscrizione ad opera di intermediari professionali è imposta dalla legge, per questo motivo il mancato rispetto di tale previsione comporta la nullità dell'emissione. In detta fattispecie verrebbe violata la norma a tutela di interessi generali (ai sensi dell'art. 1412 c.c.) pertanto, la società si troverà costretta a restituire il prestito ai sottoscrittori insieme alla relativa quota di interessi maturati.

2.10.1. Oggetto della garanzia

Dopo aver delineato i soggetti che sono tenuti a prestare tale garanzia, è necessario definirne l'oggetto.

Anche in questo caso, la dottrina non risulta concorde. Gli autori che richiamano la Relazione illustrativa¹³⁵ sostengono che la garanzia prevista dalla suddetta norma, coincida con quella prevista dal primo comma dell'art. 1267 c.c. in materia di garanzia della solvenza del

¹³⁰CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio* in AA.VV. *Il Nuovo diritto delle società*, UTET, Torino, Vol. III, p. 780

¹³¹CABRAS G., *Op. cit.*, p. 1702, STELLA RICHTER Jr M., *Op. cit.*, p. 1006.

¹³²La Relazione chiariva, in merito all'art 2483 c.c., *“di imporre, nel caso in cui i titoli vengano successivamente trasferiti, come può risultare economicamente necessario al fine di procacciarsi la provvista, a carico dei sottoscrittori stessi, una garanzia ex lege per la solvenza della società sostanzialmente coincidente con quella prevista in materia di cessione di credito”*

¹³³STELLA RICHTER Jr M., *Op. cit.*, p. 1005

¹³⁴CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio* in AA.VV. *Il Nuovo diritto delle società*, UTET: Torino, Vol. III, p. 775

¹³⁵SPADA P., *Op. cit.*, p. 807, LIBONATI B., *Op. cit.*, p. 463, FIMMANO' F., *Op. cit.*, p.111 e CASALI P., *Op. cit.*, p. 1491

debitore¹³⁶. In tale fattispecie, il sottoscrittore risponderrebbe solamente nei limiti di quanto ricevuto, oltre a dover corrispondere gli interessi, le spese collegate all'emissione e l'eventuale risarcimento del danno cagionato.

Nonostante il riferimento, parte della dottrina¹³⁷ non ritiene ammissibile il richiamo a quest'articolo, in virtù del fatto che la garanzia prevista dall'art. 1267 c.c. e quella dell'art. 2483 c.c. si baserebbero su due presupposti diversi. In quest'ottica, l'art. 1267 c.c., assumendo una connotazione di tipo restitutoria, potrebbe portare al configurarsi di situazioni in cui il cedente resterebbe vittima di eventuali speculazioni effettuate da parte del cessionario.

Pertanto, gli autori che sposano tale orientamento, sostengono che l'oggetto della garanzia prevista dall'art. 2483 c.c. abbia carattere satisfattorio, ovvero il garante risponde in solido con il debitore principale della medesima prestazione¹³⁸; richiamando l'art. 1410 c.c., in tema di rapporti tra cedente e cessionario, si ritiene che il cedente sia tenuto a rispondere per l'intero valore del titolo di debito. Quest'ultima tesi risulta condivisibile nella misura in cui, se si propendesse per il primo orientamento, nel caso in cui il titolo venisse venduto ad un prezzo inferiore al suo valore nominale, il titolo continuerebbe a circolare sprovvisto di una parte di garanzia, e quindi i successi sottoscrittori non risulterebbero più tutelati per l'intero importo.

Infine, resta da chiarire la tipologia di garanzia, se possa configurarsi come autonoma o accessoria. Nel primo caso, il sottoscrittore dovrà vigilare anche in merito al procedimento di emissione dei singoli titoli di debito, oltre che alla solidità patrimoniale della società.

Se invece l'investitore soggetto a vigilanza prudenziale deve rispondere solamente della solvenza dell'emittente, si tratta di garanzia accessoria ovvero fideiussoria. La dottrina¹³⁹, pur riconoscendo alla prima tipologia di garanzia un maggior livello di tutela per gli investitori, sostiene che non vi siano sufficienti elementi per potere supportare detto orientamento. Pertanto, si propende nel ritenere tale garanzia di tipo accessorio in virtù del fatto che il comma 2 dell'art. 2483 c.c. definisce chiaramente che la garanzia riguarda la "*solvenza della società*".

¹³⁶ Il comma in questione recita: " *Il cedente non risponde della solvenza del debitore, salvo che ne abbia assunto la garanzia. In questo caso egli risponde nei limiti di quanto ha ricevuto; deve inoltre corrispondere gli interessi, rimborsare le spese della cessione e quelle che il cessionario abbia sopportate per escutere il debitore, e risarcire il danno. Ogni patto diretto ad aggravare la responsabilità del cedente è senza effetto*".

¹³⁷ STELLA RICHTER Jr M., *Op. cit.*, p. 1006 e CABRAS G., *Op. cit.*, p. 1703

¹³⁸ CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio* in AA.VV. *Il Nuovo diritto delle società*, UTET, Torino, Vol. III, p. 781

¹³⁹ CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio* in AA.VV. *Il Nuovo diritto delle società*, UTET, Torino, Vol. III, p. 783 e Studio Consiglio nazionale del Notariato 12.11.2005 n. 5957/I, p. 6

Quest'ultima previsione, non implica che in caso di invalidità dello strumento finanziario, il sottoscrittore non sia esente da responsabilità in quanto dovrà ugualmente rispondere dell'esistenza del credito ai sensi del primo comma dell'art. 1266 c.c.¹⁴⁰.

2.11. La previsione di covenants

A fronte della garanzia di solvenza in capo ai sottoscrittori, è possibile richiedere la previsione, nell'atto costitutivo o nel regolamento di emissione, di limitazioni alla circolazione degli strumenti finanziari. I *covenants* hanno l'obiettivo di tutelare i soggetti che hanno sottoscritto i titoli, segnalando loro situazioni patologiche che potrebbero minare il merito creditizio della s.r.l. nel caso in cui questi limiti non venissero rispettati, gli investitori avrebbero la possibilità di rinegoziare i termini dell'emissione (effettuando il c.d. *step-up*, ovvero aumentando il tasso di interesse) o richiamare il capitale¹⁴¹.

I *covenants* più diffusi sono¹⁴²:

- clausola di salvaguardia: la società garantisce di non concedere garanzie reali (pegni, ipoteche) sui propri beni materiali, immateriali, crediti e sulle attività finanziarie. Inoltre, potrebbero essere previste limitazioni in merito alla cessione di alcune attività, alla stipula di contratti di leasing e anche all'attuazione di operazioni finanziarie che non siano state precedentemente concordate;
- utilizzo dei proventi: le somme raccolte tramite l'emissione devono essere utilizzate per scopi già stabiliti a monte, si potrebbe prevedere anche l'introduzione di limiti quantitativi su alcune grandezze contabili (per esempio con i CAPEX);
- cambio di controllo: gli investitori avranno il diritto di richiamare il capitale nel caso l'assetto proprietario della società cambiasse;
- dividendi: il *covenant* potrebbe introdurre delle limitazioni alla distribuzione dei dividendi;

¹⁴⁰ La suddetta garanzia è valida esclusivamente nei confronti del cessionario immediato e non a tutti quelli successivi. Sul punto si veda CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio* in AA.VV. *Il Nuovo diritto delle società*, UTET, Torino, Vol. III, p. 783 che sostiene che "CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio* in AA.VV. *Il Nuovo diritto delle società*, UTET, Torino, Vol. III, p. 783 che sostiene che "il possessore del titolo di debito invalido potrà far valere la garanzia per evizione verso il proprio cedente, il quale a sua volta potrà agire contro il proprio alienante (cedente di grado anteriore), e così via, a risalire fino al sottoscrittore, secondo le regole della cessione di diritto comune."

¹⁴¹ FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *Op. cit.*, p. 27

¹⁴² In merito, ODCED BIELLA, "Minibond – strumenti di debito alternativi", Monografie "Il commercialista", 2014

- indebitamento: in questo caso la società si impegna a mantenere un livello di indebitamento equilibrato, indicando limiti su alcuni indici di bilancio (per esempio il rapporto tra debito ed EBITDA, il rapporto tra debito e patrimonio netto e la posizione finanziaria netta);
- informazioni: per garantire un maggior livello di comunicazione in merito all'attività sociale, la società dovrà produrre bilanci intermedi semestrali e aggiornamenti del business plan;
- rappresentanza: gli investitori potrebbero richiedere un loro rappresentante all'interno del collegio sindacale o all'interno di un altro organo sociale.

2.12. Modifica delle condizioni di prestito dei titoli di debito ed operazioni straordinarie

A seguito all'emissione di tali titoli, si ritiene possibile che la società possa modificare le condizioni del prestito e le modalità di rimborso; sul tema la dottrina non risulta concorde sull'interpretazione del comma tre dell'art. 2483 c.c., in merito alle maggioranze richieste: una parte¹⁴³ sostiene che sia sufficiente ottenere il consenso della maggioranza dei sottoscrittori, la restante parte che: se lo statuto richiama espressamente l'ipotesi di poter attuare modifiche dopo l'emissione, sarà sufficiente il voto favorevole della maggioranza ma, se l'atto costitutivo nulla prevede, si dovrà ricorrere al voto unanime dei sottoscrittori¹⁴⁴. Alla luce di ciò, la previsione della maggioranza dei consensi dei sottoscrittori potrebbe comportare, se pur in maniera indiretta, alla creazione di un'organizzazione comune dei titolari degli strumenti finanziari che potrebbe avvicinare i suddetti strumenti di debito alle obbligazioni.

Pertanto, la possibilità di prevedere il solo consenso della maggioranza per snellire e velocizzare l'*iter* della modifica delle condizioni e delle modalità di emissione¹⁴⁵ non implica l'automatica creazione di un'organizzazione di categoria e, nemmeno, l'automatica applicazione della disciplina prevista in merito al rappresentante comune degli obbligazionisti (ai sensi dell'art. 2417 c.c.)¹⁴⁶.

¹⁴³ CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio* in AA.VV. *Il Nuovo diritto delle società*, UTET, Torino, Vol. III, p. 770

¹⁴⁴ In tal senso BUSANI A., *Op. cit.*, p.1325 DEMURO I., *Op. cit.*, p.525

¹⁴⁵ Si pensi al caso in cui una s.r.l. procedesse ad una emissione in massa, se la disciplina richiedesse l'unanimità dei sottoscrittori, l'emittente dovrebbe procurarsi il consenso di tutti i possessori dei titoli per approvare le modifiche alle condizioni originariamente fissate.

¹⁴⁶ Sul punto CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio* in AA.VV. *Il Nuovo diritto delle società*, UTET, Torino, Vol. III, g. 770 che sostiene che "merita osservare tuttavia che essa non implica necessariamente la costituzione di un'organizzazione di categoria, né giustifica per sé sola l'applicazione analogica della disciplina sull'organizzazione degli obbligazionisti" e GABELLI M., *Op. cit.*, 2019, p. 1232

Infine, è necessario affrontare le vicende modificative in pendenza all'emissione dei titoli di debito.

Relativamente alla trasformazione, è necessario distinguere nel caso si configurasse una trasformazione regressiva o progressiva. Nel caso di una trasformazione regressiva, alcuni autori¹⁴⁷ in dottrina risultano concordi nel ritenere incompatibile la natura di tale strumento finanziario con la struttura delle società di persone, quindi si ritiene necessario procedere al rimborso anticipato dei titoli e poi procedere alla trasformazione. La decisione in oggetto dovrà essere presa dopo aver ottenuto l'unanimità dei consensi da parte dei sottoscrittori.

Non pone problemi il caso della trasformazione progressiva in quanto i titoli di debito risultano garantiti da investitori professionali, l'unica questione riguarda l'inquadramento successivo di tali titoli, per cui la dottrina propende per una loro riqualificazione in obbligazioni, salva la possibilità, nel caso in cui non ci fossero riferimenti all'interno dell'atto costitutivo, della nascita di un possibile contrasto tra l'inderogabilità delle regole organizzative previste per le obbligazioni e il diritto di ogni sottoscrittore di titoli¹⁴⁸.

In merito alla fusione e alla scissione, si ritiene che non si possa applicare ciò che viene disposto in questi casi per i possessori di obbligazioni nelle s.p.a. (art. 2503 bis c.c.). La norma in questione prevede la possibilità in capo a questi soggetti di fare opposizione salvo che la fusione/scissione venga approvata dall'assemblea degli obbligazionisti.

La condizione dei sottoscrittori di titoli di debito, godendo della garanzia degli investitori professionali, non viene alterata a seguito della fusione/scissione, quindi non desta problemi¹⁴⁹.

2.13. Titoli di debito ed obbligazioni

Dopo aver delineato le caratteristiche proprie dei titoli di debito, si procede ad effettuare un confronto tra i titoli di debito emessi dalla s.r.l. e le obbligazioni delle s.p.a..

Come abbiamo stabilito nei precedenti paragrafi, anche le obbligazioni sono un *genus* della categoria "titoli di debito"¹⁵⁰ pertanto, verranno delineati i tratti distintivi relativi a questi due strumenti finanziari. In via preliminare, bisogna rilevare che il fatto di lasciare molta

¹⁴⁷ FICO D., *Op. cit.*, p. 147 e PATRIARCA S., *Op. cit.*, p. 84

¹⁴⁸ PATRIARCA S., *Op. cit.*, p. 85 e PATRIARCA S., *Art. 2483 Emissione di titoli di debito* in BENAZZO P., PATRIARCA S. (a cura di), *Codice commentato delle s.r.l.*, UTET Giuridica, Milano, 2007, p. 527

¹⁴⁹ FICO D., *Op. cit.*, p. 148

¹⁵⁰ BRIOLINI F., *Op. cit.*, p. 431

discrezionalità alle s.r.l. nell'emissione dei titoli di debito non precluda la possibilità di prevedere limiti o modalità simili a quelli previsti per l'emissione delle obbligazioni nelle s.p.a.. Quindi, concentrandoci sul mero dato letterale della normativa prevista per i titoli di debito, le principali differenze con le obbligazioni, riguardano:

- caratteristiche e contenuto dei titoli di debito: l'articolo 2414 c.c. disciplina, in maniera puntuale, il contenuto delle obbligazioni, mentre il legislatore rimette l'emissione di titolo di debito da parte della s.r.l. all' autonomia statutaria;
- delibera di emissione: l'art 2410 c.c. stabilisce che la delibera di emissione debba risultare da atto redatto da notaio e successivamente deve essere iscritto nel registro delle imprese. Tali obblighi non sono invece previsti in capo alla s.r.l.;
- organo competente: per le s.p.a. è previsto che la decisione di emissione di tali strumenti debba essere presa dagli amministratori. Invece, l'art 2483 c.c. prevede come condizione necessaria all'emissione dei titoli di debito l'espressa previsione nell'atto costitutivo il quale, in via secondaria, attribuisce la competenza ai soci o agli amministratori;
- limiti all'emissione: l'art 2412 c.c. fissa un limite massimo per la loro emissione (come visto nei precedenti paragrafi), mentre per le s.r.l. non c'è nessun limite obbligatorio, rimettendo la possibilità di fissare determinati limiti all'interno dell'atto costitutivo;
- attestazione del rispetto dei limiti: nel momento dell'emissione di obbligazioni, il collegio sindacale è tenuto ad attestare il rispetto del limite previsto dall'art 2412 c.c. Per quanto riguarda l'emissione dei titoli di debito nelle s.r.l. sarà lo stesso investitore professionale a valutare la capacità di garantire il rimborso del capitale e il pagamento degli interessi secondo le modalità previste per tale emissione;
- sottoscrizione del prestito: il legislatore non prevede limiti per la sottoscrizione delle obbligazioni (ad eccezione di quella prevista dall'art 2412 comma 2 c.c.), invece per le s.r.l., come abbiamo visto, è prevista una riserva di sottoscrizione. Quindi alla s.p.a. è concessa la raccolta di risparmio presso il pubblico, mentre le s.r.l. non fanno ricorso direttamente al mercato di capitali, ma solo in via sussidiaria dopo una prima sottoscrizione da parte degli investitori professionali;
- rappresentante comune: quando una s.p.a. decide di emettere obbligazioni, al fine di tutelare questa categoria di soggetti, il legislatore ha previsto la nomina di un rappresentante comune per garantire la tutela dei loro interessi (art 2415-2418). In particolare, l'art 2415 stabilisce che:” *L'assemblea degli obbligazionisti delibera: 1) sulla nomina e sulla revoca del rappresentante comune; 2) sulle modificazioni delle*

condizioni del prestito; 3) sulla proposta di amministrazione controllata e di concordato; 4) sulla costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi e sul rendiconto relativo; 5) sugli altri oggetti d'interesse comune degli obbligazionisti". Per l'emissione di titoli di debito da parte delle s.r.l. nessuna normativa prevede la nomina di un organo che comporti l'automatica organizzazione del gruppo dei sottoscrittori, come prevista per gli obbligazionisti. Se si vuole introdurre tale previsione nella s.r.l. deve essere espressamente prevista nell'atto costitutivo.

2.14. Fiscalità dei titoli di debito

Al fine di individuare il regime fiscale da applicare ai titoli di debito, occorre stabilire a che tipologia sono riconducibili, se quindi rientrano tra gli strumenti finanziari simili alle azioni (normati dal comma 2 lettera a) dell'art. 44 del D.P.R. n.917 del 1986 o "T.U.I.R.", oppure tra i titoli atipici (regolati dall'art. 5 del D.L. n. 512 del 1983), o ancora tra gli strumenti finanziari similare alle obbligazioni (disciplinati dal comma 2 lett. c) dell'art. 44 del D.P.R. n.917 del 1986 o "T.U.I.R.").

In via preliminare, bisogna verificare se i titoli di debito rientrano tra gli strumenti similari alle obbligazioni, al riguardo lo stesso art. 44 del T.U.I.R. stabilisce che devono sussistere determinati requisiti. A tal proposito è intervenuta l'Agenzia delle Entrate con la Risoluzione n. 54/E del 2009 che ha messo chiarezza circa le caratteristiche che devono possedere i titoli per essere considerati assimilabili alle obbligazioni, ovvero:

- *“devono essere titoli di massa – ossia titoli emessi in notevoli quantità, con caratteri di omogeneità e in base ad un'unica operazione economica, oggettivamente idonei alla circolazione presso il pubblico;*
- *devono contenere l'obbligazione incondizionata di pagare alla scadenza una somma non inferiore a quella in essi indicata, con o senza la corresponsione di proventi periodici, e non devono attribuire ai possessori alcun diritto di partecipazione diretta o indiretta alla gestione dell'impresa emittente o dell'affare in relazione al quale siano stati emessi, né di controllo sulla gestione stessa”¹⁵¹.*

¹⁵¹ Risoluzione dell'Agenzia delle Entrate, n. 54/E del 2009

Invece, qualora i proventi dei titoli siano remunerati esclusivamente dalla partecipazione ai risultati economici della società emittente, a tali strumenti viene applicato lo stesso regime fiscale delle azioni previsto dal comma 2 lett. a) dell'art. 44 del T.U.I.R..

Infine, se lo strumento non appartiene né alla prima categoria, né alla seconda, sarà riconducibile alla categoria dei titoli atipici.

Questi strumenti, a partire dal 2012 con il Decreto Sviluppo fino ad arrivare al 2015 con il Decreto Internazionalizzazione, sono stati oggetto di vari interventi da parte del legislatore fiscale.

Fino all'entrata in vigore di queste nuove normative, vi erano dei limiti in merito all'aliquota prevista per la deducibilità degli interessi e i proventi relativi a titoli obbligazionari e similari emessi da società che non avessero azioni negoziate in mercati regolamentati in Stati europei che permettessero di ottenere un adeguato scambio di informazioni (c.d. white list)¹⁵². In particolare, l'applicazione di tale limitazione si rendeva applicabile nel caso in cui il tasso di rendimento effettivo sugli interessi fosse superiore alle seguenti soglie:

- al doppio del tasso ufficiale di riferimento, per le obbligazioni ed i titoli similari negoziati in mercati regolamentari degli Stati c.d. white list o collocati mediante offerta al pubblico ai sensi della disciplina che vigeva al momento della loro emissione;
- al tasso ufficiale aumentato di due terzi per le obbligazioni e gli strumenti similari diversi da quelli esposti al punto precedente¹⁵³.

Con gli anni, questa soglia si è modificata rendendo gli stessi interessi per la maggior parte indeducibili. Inoltre, a fronte della corresponsione di questi interessi, la società emittente è tenuta ad operare una ritenuta alla fonte, ai sensi dell'art. 26 del D.P.R. n. 600 del 1973 che dal 2014 risulta pari al 26%. L'intenzione del legislatore, nel prevedere questi vincoli, era quella di evitare che venissero attuate manovre elusive che sfruttassero il differente trattamento fiscale dei dividendi rispetto a quelli degli interessi e quindi per evitare che influenzassero la scelta tra capitale e debito nel finanziamento societario. Questo rischio era maggiormente presente nelle società di piccole dimensioni tant'è che era stato previsto un diverso trattamento per le grandi emittenti (banche, società finanziarie e società quotate) per cui ai sensi del D.Lgs. n. 239 del 1996 erano concesse delle facilitazioni.

¹⁵² Sul punto si rimanda al comma 115 dell'art. 3 della Legge n. 549 del 1995

¹⁵³ FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *Op. cit.*, p. 31

Tali restrizioni avevano, però, disincentivato il ricorso a questi strumenti finanziari da parte delle società per via delle limitazioni che ne comportava la suddetta disciplina fiscale.

Alla luce di ciò, sono intervenute recenti modifiche per allentare i detti limiti ed unificare la disciplina con quella delle grandi emittenti; pertanto, di seguito sono riportati gli interventi normativi susseguiti negli anni successivi.

Decreto Sviluppo (D.L. n. 83 del 2012) e Decreto Sviluppo bis (D.L. n. 179 del 2012)

Il comma 9 dell'art. 32 del D.L. n. 83 del 2012 ha ampliato il regime fiscale previsto per l'applicazione della ritenuta al 20%, di cui al D.Lgs n. 239 del 1996, per cui si rende applicabile anche ai proventi e agli interessi che derivano da:

1. *“cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili emessi da banche, da società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati membri dell'Unione Europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell'articolo 168-bis del TUIR (cd. white list);*
2. *obbligazioni e titoli simili emessi da enti pubblici economici trasformati in società per azioni in base a disposizioni di legge;*
3. *cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati membri dell'Unione Europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella white list emesse da società diverse da quelle di cui al punto 1”¹⁵⁴.*

Inoltre, dopo aver previsto un'estensione dell'ambito oggettivo della disciplina, dispone (al comma 23 del suddetto Decreto) la piena deducibilità per cassa¹⁵⁵ delle spese sostenute per l'emissione.

Invece, con il successivo Decreto Sviluppo bis, è stato ampliato il novero di soggetti a cui sono estese le agevolazioni che in un primo momento erano previste esclusivamente per le grandi emittenti. Infatti, sono stati rimossi i limiti che si applicavano alle cambiali finanziarie, alle obbligazioni e ai titoli simili emessi da società non quotate a condizione che tali strumenti siano negoziati in mercato regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi

¹⁵⁴ Circolare dell'Agenzia delle Entrate n. 4/E del 2013

¹⁵⁵ Sul punto si rimanda alla Circolare dell'Agenzia delle Entrate n. 29/E del 2014

dell'Unione Europea o paesi che aderiscono alla c.d. white list. Quindi, il presupposto della quotazione degli strumenti rappresenta un elemento di garanzia sufficiente a consentire l'allentamento delle limitazioni in merito agli interessi passivi.

Nel caso di strumenti finanziari non quotati, il comma 115 dell'art. 3 si rende disapplicabile nelle seguenti casistiche:

a) i titoli siano detenuti da investitori qualificati, come individuati dall'articolo 100 del decreto legislativo n. 58 del 1998 (Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria – TUF);

b) detti investitori non detengano, direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, più del 2 per cento del capitale o del patrimonio della società emittente;

c) il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in Stati e territori che consentono un adeguato scambio di informazioni¹⁵⁶.

Evoluzioni successive: dal Decreto destinazione Italia (D.L. n. 145 del 2013) al Decreto Internazionalizzazione (D.L. n. 147 del 2015)

L'evoluzione normativa introdotta da tali decreti risulta perfettamente in linea con l'intenzione del legislatore di favorire l'emissione di strumenti di finanziamento da parte di società non quotate. Infatti, con il D.L. n. 145 del 2013, si prevede la disapplicazione della ritenuta del 20%, poi diventata del 26% (ai sensi dell'art. 26 del D.P.R. n. 600 del 1973) sugli interessi su obbligazioni e titoli simili emessi da società non quotate, corrisposti ad organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) le cui quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati¹⁵⁷.

Sulla stessa scia, il successivo D.L. n. 91 del 2014 (ovvero il Decreto Competitività) per cui la ritenuta è stata eliminata sugli interessi e i proventi che derivano da cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili anche se non quotati ma sottoscritti da investitori qualificati ai sensi dell'art. 100 del TUF. Tale intervento ha esteso ulteriormente la disciplina fiscale di favore introdotta dal Decreto Sviluppo, eliminandone il requisito di negoziazione dei titoli

¹⁵⁶ Circolare dell'Agenzia delle Entrate n. 4/E del 2013

¹⁵⁷ TOMA G., *I minibond per le pmi*, in *PMI*, n. 2/2015, p. 33

inizialmente prevista¹⁵⁸. Pertanto, per effetto delle recenti modifiche, l'esenzione del regime dell'imposta sostitutiva trova applicazione nel caso in cui gli strumenti siano emessi da soggetti residenti in Stati white list ed esclusivamente da:

- *“grandi emittenti (banche, società con azioni quotate, enti pubblici trasformati in società per azioni);*
- *società non quotate, a prescindere dalla natura dei soggetti sottoscrittori, purchè i titoli emessi siano negoziati in mercati regolamentati ovvero in sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati UE e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella white list;*
- *società non quotate, purché i titoli emessi non negoziati siano detenuti da uno o più investitori qualificati”¹⁵⁹.*

Infine, con il Decreto Internazionalizzazione, il legislatore fiscale ha definitivamente disapplicato il comma 115 dell'art. 3 della Legge n. 549 del 1995, facendo venire meno tali limitazioni. La normativa è intervenuta per segnare un'importante cesura in merito alla disciplina fiscale degli strumenti di finanziamento, grazie alla quale si rende applicabile le regole relative alla deducibilità degli interessi passivi ai fini IRES, ai sensi dell'art. 96 del T.U.I.R.

I titoli di debito e i piani d'investimento individuale (PIR)

I Piani Individuali di Risparmio (PIR) sono stati introdotti dalla Legge di Bilancio 2017 (Legge n. 232 del 2016) al fine di agevolare le P.M.I. grazie a delle agevolazioni fiscali che venivano riconosciute agli investitori. I PIR sono definiti come un “contenitore fiscale” idoneo a raccogliere al suo interno strumenti finanziari di varia natura¹⁶⁰ che possono assumere forme diverse (OICR, fondi comuni, gestione patrimoniale, contratto di assicurazione, deposito titoli)¹⁶¹.

La suddetta norma si applica alle persone fisiche fiscalmente residenti nel territorio dello Stato che conseguono redditi di natura finanziaria al di fuori dell'esercizio di un'attività d'impresa¹⁶²,

¹⁵⁸ CANALINI V., *I c.d. “mini-bond” e le “nuove” obbligazioni subordinate e partecipate ai sensi del decreto sviluppo*, in *Le Nuovi Leggi Civili Commentate*, n. 2/2015, p. 391

¹⁵⁹ FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *Op. cit.*, p. 34

¹⁶⁰ Circolare dell'Agenzia delle Entrate, n. 3/E del 2018

¹⁶¹ FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *Op. cit.*, p. 36

¹⁶² Circolare dell'Agenzia delle Entrate, n. 3/E del 2018

tale previsione si rende necessaria in quanto si vogliono immettere i flussi finanziari che ne derivano, nell'economia di riferimento¹⁶³.

Pertanto, per incentivarne l'utilizzo, il legislatore ha introdotto dei benefici fiscali al verificarsi di determinate condizioni, la stessa Circolare n. 3/E del 2018 stabilisce che *“nell'ambito del PIR non sono soggetti ad imposizione i redditi di capitale di cui all'articolo 44 del TUIR e i redditi diversi di natura finanziaria di cui all'articolo 67, comma 1, lettere c-bis), c-ter), c-quater) e c-quinques)”*

La norma trova applicazione in presenza di determinati requisiti da rispettare. A tal proposito, il comma 101 della suddetta Legge stabilisce dei limiti in merito all'importo massimo da destinare al PIR, viene previsto un limite complessivo di 150.000 euro e di 30.000 euro per ogni anno solare, inoltre, ed è stato introdotto un limite temporale di detenzione pari a 5 anni.

I commi 102, 103 e 105, hanno introdotto altri due vincoli: quello di composizione e quello di concentrazione.

Il primo per cui almeno il 70% del valore complessivo del PIR deve essere investito in strumenti finanziari qualificati e, di questa parte, almeno il 30% (ovvero il 21% del totale) deve essere destinato a strumenti emessi da imprese non quotate, non presenti sull'indice FTSE MIB di Borsa Italiana. In seguito all'entrata in vigore della Legge di Bilancio per il 2019 (Legge n. 145 del 2018) la suddetta quota del 70% deve essere destinata, oltre al 30% per strumenti finanziari in società diverse da quelle quotate, anche per:

- almeno il 5% del valore in strumenti ammessi alla negoziazione sui sistemi multilaterali di negoziazione emessi dalle P.M.I. (raccomandazione 2003/361/CE della Commissione del 6 maggio 2003);
- almeno il 5% in quote o azioni di Fondi per Venture Capital residenti in Italia o in Stati UE o aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo¹⁶⁴.

Il secondo vincolo, quello di concentrazione, prevede un limite del 10% per gli strumenti emessi dalla stessa società emittente o da una società che appartiene al medesimo gruppo.

Oltre, all'esenzione prevista sulla tassazione del capital gain, si aggiunge anche l'esenzione dell'imposta di successione a causa di morte.

¹⁶³ In questo modo ne trarranno beneficio le P.M.I. del tessuto economico italiano

¹⁶⁴ FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *Op. cit.*, p. 37

2.15. Il collocamento nel mercato ExtraMOT PRO

Per favorire la sottoscrizione dei c.d. *minibond* e quindi anche di quelli emessi sotto forma di titoli di debito, è stato introdotto, nel 2013, il mercato ExtraMOT PRO, ovvero un sistema multilaterale di negoziazione (MTF) in cui possono essere quotate obbligazioni e titoli simili (in particolare: obbligazioni, *minibond*, cambiali finanziarie, strumenti partecipativi e project bond) il cui valore di emissione deve superare i 50.000 di Euro.

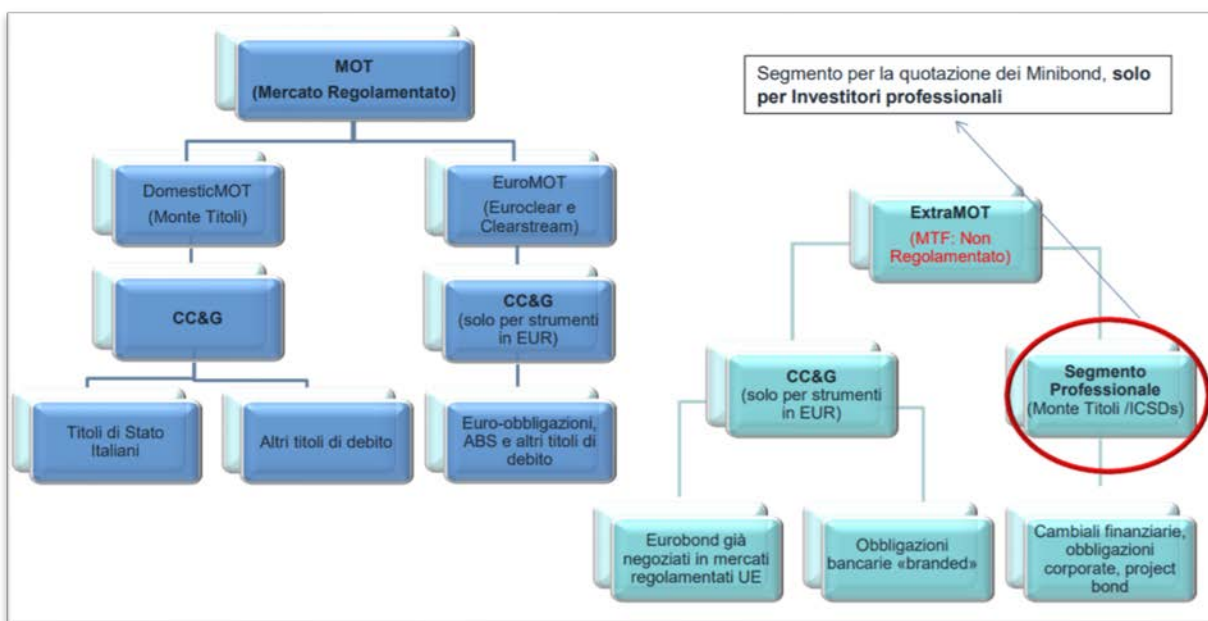


Figura 6 I mercati obbligazionari gestiti da Banca d'Italia.

Fonte: ExtraMOT PRO - La risposta di Borsa Italiana alle esigenze di funding delle corporate italiane, Banca d'Italia

Il sistema è accessibile esclusivamente da investitori professionali che devono rientrare espressamente nella tipologia di soggetti previsti dall'art. 100 del TUF. I benefici che derivano dal ricorso di tale mercato sono così riassumibili:

- flessibilità ed efficienza: i requisiti per la loro emissione sono meno stringenti rispetto a quelli previsti per il mercato regolamentato ed il processo di quotazione risulta rapido. La società, come si vedrà successivamente, avrà anche la facoltà di decidere in merito al tipo di documento di produrre e potrà decidere di accentrare gli strumenti finanziari emessi presso Monte Titoli o Euroclear (clearstream).
- economico: i costi di ammissioni sono contenuti per attrarre un maggior numero di società (si parla di 2.500 Euro *una tantum*, per ogni strumento finanziario), il processo

di quotazione è snello e non vi è l'obbligo di ricorrere ad intermediari. Inoltre, il ricorso a *listing sponsor* risulta esclusivamente una facoltà;

- brand internazionale: vi è la possibilità di ricorrere ad un ampio network di investitori professionali in quanto il mercato è riconosciuto a livello internazionale;
- mercato di scambio: attraverso la negoziazione elettronica MIFID *compliant* e procedura di *settlement* automatica¹⁶⁵.

Dopo che la società emittente ha terminato l'emissione del titolo, potrà decidere o meno di quotarsi nel mercato ExtraMOT PRO, per cui sono richiesti degli adempimenti da produrre affinché i titoli siano ammessi alla negoziazione; infatti, la società dovrà:

- a) redigere un Prospetto o un Documento di Ammissione; il primo, che viene prediletto dalle grandi emittenti, deve rispettare le disposizioni del Regolamento Prospetti n. 809 del 2004 in cui si definiscono le informazioni che devono essere fornite, il modello del Prospetto e degli aspetti relativi alla pubblicazione e alla diffusione. Il secondo segue le disposizioni previste dal segmento ExtraMOT PRO che deve contenere informazioni su:

- *“persone responsabili della redazione del documento;*
- *fattori di rischio dell'emittente e dello strumento di debito;*
- *informazioni sull'emittente, struttura organizzativa e compagine azionaria;*
- *informazioni finanziarie riguardo le attività e passività, situazione finanziaria, utili o perdite dell'ultimo esercizio contabile, oppure in allegato l'ultimo bilancio;*
- *le caratteristiche degli strumenti finanziari;*
- *ammissioni alle negoziazioni e modalità di negoziazione”*¹⁶⁶.

Dove i fattori di rischio che devono essere esplicitati sono quelli specifici della società: connessi all'indebitamento, contenziosi in corso, livello di dipendenza da fornitori o clienti strategici, difficoltà nei tempi di pagamento dei creditori e tassi di cambio; inoltre, bisogna tenere in considerazione anche i rischi collegati al settore di appartenenza della società emittente e quindi, all'andamento di mercato, al rischio legato all'entrata di potenziali concorrenti ed alle eventuali modifiche normative che si potrebbero rendere applicabili¹⁶⁷.

¹⁶⁵ ExtraMOT PRO - La risposta di Borsa Italiana alle esigenze di funding delle corporate italiane, Banca d'Italia

¹⁶⁶ Dati rilevati nel 6° Report italiano sui mini-bond, Osservatorio Mini-Bond, 2020, Politecnico di Milano

¹⁶⁷ FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *Op. cit.*, p. 41

La società, sia nel caso in cui abbia prodotto il Documento di ammissione o il Prospetto, dovrà provvedere a trasmettere una copia dell'elaborato a Borsa Italiana.

- b) pubblicare il bilancio d'esercizio dell'ultimo esercizio contabile, se disponibile anche quello consolidato; il bilancio deve essere soggetto al controllo legale da parte di una società di revisione o un ente iscritto all'Albo nel rispetto della normativa del D.L. n. 30 del 2010.
- c) richiedere l'attribuzione del codice ISIN, dopo aver ottenuto la dematerializzazione dei titoli (da parte di un soggetto autorizzato, come Monte Titoli).

Nello specifico caso di s.r.l. che vogliono emettere titoli di debito e successivamente quotarli nel mercato ExtraMOT PRO, queste devono istituire un "Registro dell'Emittente" che contenga l'ammontare degli strumenti emessi e, in caso di titoli nominativi, il nominativo dei portatori¹⁶⁸.

Infine, gli adempimenti da effettuare successivamente alla quotazione sono:

- *"il bilancio annuale soggetto a revisione legale, entro sei mesi dalla fine dell'esercizio contabile;*
- *eventuale assegnazione di rating pubblico o modifiche del giudizio di rating;*
- *informazioni relative alla società che possano influenzare il valore dei minibond (le informazioni 'price-sensitive');*
- *modifiche delle caratteristiche dell'emissione, o della modalità di esercizio dei diritti dei sottoscrittori;*
- *l'informativa tecnica sui titoli, che includa le informazioni sul calcolo degli interessi, l'eventuale rimborso anticipato dei titoli, ed altre eventuali opzioni (queste informazioni devono essere consegnate anche a Borsa Italiana). In caso di rimborso anticipato, la comunicazione deve avvenire almeno tre giorni prima del rimborso"*¹⁶⁹.

In merito alle statistiche relative ai titoli ammessi alla quotazione nel Mercato ExtraMOT PRO, la Figura 7 riassume il flusso a partire dal 2014 fino a novembre 2018.

¹⁶⁸ FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *Op. cit.*, p. 41

¹⁶⁹ Dati rilevati nel 6° Report italiano sui mini-bond, Osservatorio Mini-Bond, 2020, Politecnico di Milano

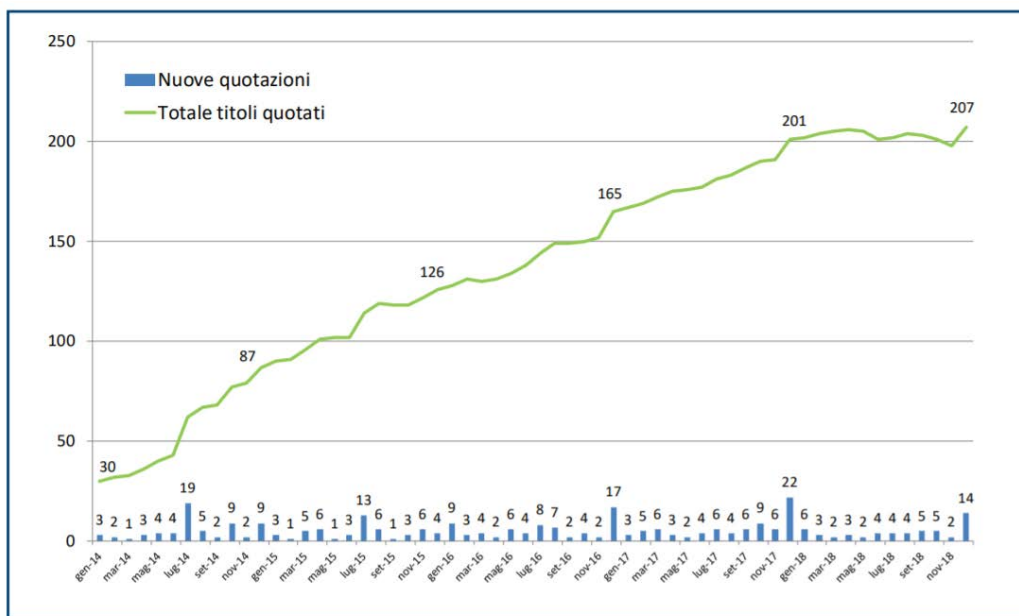


Figura 7 ExtraMOT PRO: flusso delle ammissioni e numero totale di titoli quotati (al netto dei delisting) dal 2014 al 2018.
Fonte: Borsa Italiana

In particolare, nel 2018 sono stati emessi 207 titoli con un valore nominale complessivo di 13,8 miliardi di Euro.

A partire da settembre 2019, il mercato in questione si è arricchito di un ulteriore segmento: l'ExtraMOT PRO3 che è dedicato all'emissione di obbligazioni o titoli di debito da parte di società non quotate su mercati regolamentanti. Questa introduzione si rende necessaria per razionalizzare l'offerta di strumenti finanziari emessi dalle P.M.I. e favorirne l'utilizzo da parte di quest'ultime entità.

Secondo quanto diffuso da Banca Italiana, al 31 dicembre 2019, sono 161 i titoli emessi in quest'ultimo segmento di mercato, per un valore nominale di 4,45 miliardi di Euro.

2.16. Vantaggi e svantaggi collegati al loro utilizzo

Il ricorso a questi strumenti finanziari risulta una pratica sempre più diffusa nel panorama italiano, come viene segnalato dallo sviluppo che hanno ottenuto nel corso degli anni.

In particolare, i principali vantaggi che hanno riscontrato le società che hanno emesso tali strumenti finanziari sono:

- significativo miglioramento nella gestione finanziaria grazie ad un'elevata diversificazione del debito e la conseguente disintermediazione bancaria;

- essendo questi titoli di debito con una scadenza medio-lunga, consentono una durata maggiore delle fonti di finanziamento delle imprese nell’ottica di garantire, a fronte di attività nello stato patrimoniale a media durata, passività della medesima durata, comportando un miglioramento degli indici di bilancio che misurano la coerenza tra liquidità degli investimenti e il grado di esigibilità delle fonti di finanziamento;
- i benefici apportati agli indici di bilancio potrebbero successivamente portare a valutazioni del merito creditizio più favorevoli, consentendo di presentarsi davanti al sistema bancario, con un rating migliore e con maggiori possibilità di accedere ai canali bancari. Potendo, inoltre, acquisire la possibilità di diversificare le fonti di finanziamento¹⁷⁰;
- inoltre, i costi relativi ad una eventuale quotazione nel mercato ExtraMOT PRO sono particolarmente economici (vengono previsti *listing fees* bassi).

Infine, bisogna anche segnalare questi ulteriori benefici:

- *“l’acquisizione di competenze complementari sul mondo della finanza mobiliare e su come rapportarsi con il mercato del capitale, prima non disponibili nel know-how aziendale;*
- *un non trascurabile effetto di marketing, legato alla diffusione della conoscenza dell’azienda, dei suoi prodotti e dei suoi servizi, con un effetto di ‘certificazione’ verso fornitori e clienti;*
- *un utile ‘allenamento’ in preparazione a possibili operazioni più complesse sul mercato mobiliare, come private equity e quotazione in Borsa, reso possibile anche grazie all’ingresso in una community costituita da investitori professionali ed altre imprese emittenti”¹⁷¹.*

Oltre ai benefici, appena elencati, le società riscontrano anche delle criticità collegate all’utilizzo di questi strumenti finanziari, tra le quali:

- l’esposizione a rischi collegati al ricorso ai mercati finanziari necessita dell’esigenza di trasparenza sia sui bilanci che sui progetti che si vogliono implementare che sui risultati da raggiungere;

¹⁷⁰ ODCED ROMA – Commissione diritto dell’impresa, a cura di GANDINI I., *Le forme non tradizionali di finanziamento all’impresa: i minibond*, 5 febbraio 2018

¹⁷¹ Dati rilevati nel 6° Report italiano sui mini-bond, Osservatorio Mini-Bond, 2020, Politecnico di Milano

- i costi legati alle commissioni relative all'analisi di fattibilità delle operazioni e agli oneri da corrispondere ai diversi soggetti che vengono coinvolti (consulenti interni, advisor, società di revisioni, arranger);
- il ricorso a questi strumenti di finanza alternativa comporta l'allungarsi delle tempistiche, rispetto a quelle richieste per il canale bancario, necessarie a raccogliere la somma necessaria¹⁷².

¹⁷² ODCED ROMA – Commissione diritto dell'impresa, a cura di GANDINI I., *Le forme non tradizionali di finanziamento all'impresa: i minibond*, 5 febbraio 2018

3. Il caso Acque Veronesi s.c.a.r.l. ed Alto Trevigiano Servizi s.r.l. all'interno del progetto Viveracqua

SOMMARIO – 3.1. La cartolarizzazione dei *minibond* – 3.2. Il progetto Viveracqua – 3.3. L'operazione Hydrobond I e II – 3.4. Il caso Acque Veronesi s.c.a.r.l. – 3.5. Il caso Alto Trevigiano Servizi s.r.l. – 3.6. I due titoli di debito a confronto – 3.7. I pagamenti delle *notes* – 3.8. I risultati ottenuti

Nell'ultima parte dell'elaborato verrà fornita un'evidenza empirica della disciplina che è stata analizzata nel precedente capitolo.

In particolare, verranno analizzate le emissioni di due titoli di debito, da parte di AcqueVeronesi s.c.a.r.l. e di Alto Trevigiano Servizi s.r.l., all'interno del progetto ViverAcqua. L'analisi di questo caso studio si rende necessaria in quanto sarà possibile effettuare un riscontro con la disciplina codicistica: in particolar modo, si analizzeranno le condizioni che regolano il prestito, le modalità di emissione, la successiva sottoscrizione e il rimborso.

L'operazione risulta un *unicum* nel suo genere in quanto rappresenta il primo caso di cartolarizzazione di un titolo di debito in Italia ai sensi della Legge 130 del 1999.

L'operazione, ideata e realizzata da Banca Finanziaria Internazionale (Banca Finint) sostanzialmente, si articola in due fasi: la prima prevede l'emissione di obbligazioni o titoli di debito da parte di diverse società successivamente sottoscritte da una società veicolo; la seconda fase prevede l'emissione di titoli *asset backed securities* (di seguito anche "ABS") da parte di questa SPV.

Pertanto, si procederà in un primo momento a descrivere la disciplina della cartolarizzazione prevista per i *minibond* (introdotta dal Decreto Destinazione Italia nel 2014) e quella in materia di ABS, per poi affrontare in maniera più specifica l'emissione di questi dei titoli di debito.

3.1. La cartolarizzazione dei *minibond*

Prima di affrontare il caso pratico in questione, risulta come detto necessario, al fine di poter comprendere a pieno le regole che sono state applicate a questa emissione, delineare i tratti della disciplina della cartolarizzazione che nel 2014 si è resa applicabile anche ai *minibond*.

Il Decreto Destinazione Italia, oltre alle già evidenziate riforme fiscali, ha introdotto un'importante novella in quanto sono state regolamentate le cartolarizzazioni dei *minibond*; in

particolare è stato introdotto il comma 1 *bis* all'art. 1 della Legge n.130 del 1999, per cui viene ampliato l'ambito di applicazione anche “*alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante la sottoscrizione o l'acquisto di obbligazioni e titoli simili ovvero cambiali finanziarie, esclusi comunque titoli rappresentativi del capitale sociale, titoli ibridi e convertibili, da parte della società di cartolarizzazione*”.

La struttura dell'operazione di cartolarizzazione di un *minibond* può essere riassunta nei seguenti passaggi:

- la società decide di emettere *minibond* per finanziare i propri progetti di investimento ed eventualmente decide di collocarli nel mercato ExtraMOT PRO;
- i suddetti titoli vengono sottoscritti da una società veicolo, in tale rapporto può intervenire l'*arranger* che avrà il compito di raccogliere in un unico pool le obbligazioni o i titoli di debito emessi e trasferirli alla SPV;
- la società veicolo per finanziare i *minibond* emette a sua volta degli strumenti finanziari (ABS) che rappresentano i titoli acquisiti.

Grazie alla suddetta riforma le società veicolo di cartolarizzazione (SPV) possono sottoscrivere direttamente questi strumenti finanziari emessi da parte delle società: in questo modo il legislatore ha voluto favorire la nascita di nuovi fondi che potranno investire in tali titoli e la loro cartolarizzazione favorirà la circolazione dei titoli sia nel mercato primario che secondario¹⁷³.

L'applicazione di tale norma si scontra, però, con la disciplina, prevista dal secondo comma dell'art. 2483 c.c., che indica i soggetti legittimati alla sottoscrizione dei titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata; in particolare, nel caso di specie, le SPV rientrano nella categoria degli investitori professionali ma non risultano soggetti a vigilanza prudenziale (requisito che si rende necessario ai fini dell'emissione di questi strumenti da parte delle s.r.l.), pertanto, si evince come tale disciplina si renda applicabile solamente alle s.p.a. che emettono *minibond*.

La *ratio* di questa norma è stata recentemente soggetta ad una modifica da parte della Legge di Bilancio 2019 (Legge n. 145 del 2018) che ha introdotto delle novità proprio in merito alla cartolarizzazione. La nuova disciplina ne ha ampliato l'ambito soggettivo di applicazione prevedendo che “*i titoli di debito destinati ad essere sottoscritti da una società di*

¹⁷³ Sul punto CORTESE F., DI NALLO L., RENZULLO E., *Le condizioni per la diffusione dei minibond*, IPE Business School, Working paper n. 8, 2016

cartolarizzazione possono essere emessi anche in deroga all'articolo 2483, secondo comma, del codice civile”.

I vantaggi che deriveranno da tale operazione sono riconducibili ad: un incremento della liquidità dei titoli e, come sopra riportato, ad un incremento della base degli investitori. Infatti, l'emissione di *minibond* e la loro successiva cessione alla società veicolo comporta un aumento della liquidità delle *tranches* di titoli emessi dalla SPV (maggiore è il numero di strumenti finanziari emessi per essere cartolarizzati, maggiore sarà la liquidità derivante da questi titoli), inoltre, la possibilità di emettere titoli con diversi profili di rischio/rendimento permette di allargare la base dei possibili investitori¹⁷⁴.

La nuova previsione che supera i limiti legati all'emissione di titoli di debito nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione, risulta perfettamente in linea con la serie di interventi effettuati, durante gli anni dal legislatore con l'intenzione di agevolare il finanziamento delle P.M.I.

Successivamente, dopo la sottoscrizione, la società veicolo procederà all'emissione di titoli nella forma di *Asset Backed Securities* (di seguito anche “ABS”).

Gli ABS sono strumenti finanziari che vengono emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione, in grado di garantire al possessore del titolo il pagamento attraverso una serie di cedole a scadenza prefissata, applicando un tasso di interesse fisso o variabile¹⁷⁵. La società veicolo utilizza i ricavi derivanti dall'emissione dei titoli per finanziare il 100% del costo dell'operazione sottostante¹⁷⁶, ovvero “*sono destinati in via esclusiva al pagamento dei diritti incorporati nelle obbligazioni e al pagamento dei costi dell'operazione di cartolarizzazione*”¹⁷⁷. Al fine di scongiurare il rischio collegato al mancato rimborso dei titoli ABS, vengono introdotte delle garanzie sull'ammontare degli strumenti finanziari.

L'emissione delle *Asset Backed Securities* è funzionale alla loro successiva quotazione che, ai sensi del Regolamento dei mercati organizzati deliberato dalla Banca d'Italia, all'art. 2.2.27.

¹⁷⁴ DELOITTE, *Cartolarizzazioni di mini-bond, focus sul trattamento prudenziale attuale e futuro*, Milano, maggio 2015

¹⁷⁵ Lo stesso Regolamento dei mercati deliberato dalla Borsa italiana, all'art. 2.2.26. ne fornisce una definizione: “*Per asset backed securities (ABS) si intendono quegli strumenti finanziari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione effettuate ai sensi:*

a) della legge 30 aprile 1999, n. 130, e successive modifiche e integrazioni e di leggi speciali alle quali si applichino, in quanto compatibili, le disposizioni della legge n. 130;

b) di ordinamenti esteri che prevedano l'impiego di crediti, sia presenti sia futuri, e di altre attività destinate, in via esclusiva, al soddisfacimento dei diritti incorporati negli strumenti finanziari emessi ed eventualmente alla copertura dei costi dell'operazione di cartolarizzazione”.

¹⁷⁶ WATSON FARLEY & WILLIAMS, *Cartolarizzazione di mini-bond, l'esperienza internazionale*, 14 maggio 2015

¹⁷⁷ Sul punto si veda <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/assetbackedsecurities.htm> (consultato il 29 maggio 2020)

stabilisce i requisiti che devono avere le società che emettono i suddetti strumenti finanziari, ovvero:

- *“L'emittente deve avere per oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione. Nel caso di cui al primo comma, lettera b), dell'articolo 2.2.26, Borsa Italiana può derogare a tale disposizione nel caso ritenga adeguata la documentazione comprovante che i crediti o le altre attività, con il cui incasso o realizzo sono soddisfatti i diritti incorporati nelle ABS, costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo ad altre operazioni di cartolarizzazione e che su detto patrimonio separato non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori delle relative ABS.*
- *I bilanci degli emittenti ABS quotate devono essere corredati di un giudizio della società di revisione redatto secondo le modalità di cui all'articolo 156 del Testo Unico della Finanza o della corrispondente disciplina di diritto estero applicabile. L'emittente deve aver conferito l'incarico di revisione contabile del bilancio dell'esercizio in corso alla data di presentazione della domanda di ammissione”¹⁷⁸.*

Infine, lo stesso Regolamento detta i requisiti che devono rispettare le ABS per essere emesse, ovvero: avere un valore nominale residuo pari ad almeno 50 milioni di euro (Borsa Italiana potrebbe accettare tagli inferiori nel caso in cui sia provato che si formerà un mercato sufficientemente liquido), devono essere diffuse tra il pubblico o tra investitori professionali secondo le modalità stabilite da Borsa Italiana e devono essere oggetto, da parte di un'agenzia di rating indipendente, di una valutazione.

3.2. Il progetto ViverAcqua

ViverAcqua è un progetto di stabile collaborazione, in forma di società consortile fra diversi gestori del servizio idrico territoriale veneto, nato nel 2011 con l'obiettivo di creare sinergie al fine di migliorare il servizio offerto agli utenti ed ottimizzarne i costi di gestione¹⁷⁹.

Le 12 società che hanno aderito a tale iniziativa sono di proprietà pubblica, hanno medie o piccole dimensioni e hanno un forte radicamento nel territorio in cui esercitano la propria attività.

Nello specifico, questo modello *in-house* ha permesso di realizzare diversi obiettivi tra cui:

¹⁷⁸ Regolamento dei mercati, Borsa italiana

¹⁷⁹ Progetto ViverAcqua, Relazione di sintesi

- *“promuovere la prima iniziativa di sistema tra aziende del SII volta ad alimentare l’attività di investimento infrastrutturale;*
- *attrarre investitori (ad esempio BEI) che gli Emittenti non sarebbero stati in grado di sollecitare singolarmente;*
- *creare valore per la comunità (fornitori di infrastrutture, utilizzatori finali del servizio, lavoratori) nel suo complesso e per gli Emittenti, attraverso almeno 450 milioni di euro di investimenti infrastrutturali programmati nel SII da realizzare nel corso dei successivi 3 anni dall’emissione;*
- *diversificare le fonti di finanziamento degli Emittenti, affiancando il ricorso al canale bancario;*
- *creare una struttura finanziaria replicabile;*
- *fornire accesso a finanza di lungo termine, elemento cruciale per il successo dei piani di investimento degli Emittenti”¹⁸⁰.*

L’attività svolta da Viveracqua s.c.a.r.l. ha generato benefici alle società che partecipano al suddetto progetto, impattando in maniera positiva in merito a:

- economie di scala: effettuando acquisti congiunti si ottengono strutture di finanziamento comuni per realizzare gli investimenti previsti; inoltre, alcune attività di struttura comuni a tutti i soci si centralizzano;
- economie di scopo: vengono creati uffici a supporto dei soci e vengono coordinati i gruppi di lavoro e l’attività di risposta alle richieste da parte di soggetti terzi;
- capacità competitiva: realizzando attività in grado di creare una rete tra le società che fanno parte del progetto con conseguente aumento dei volumi economici e finanziari¹⁸¹;
- ottimizzare i costi generali collegati alla gestione e incrementare le prestazioni tecniche dei servizi resi ai cittadini.

Le società contribuiscono all’operatività consortile in più modi, ovvero attraverso: distacchi di personale, prestazioni accessorie alle partecipazioni (disciplinate e remunerate con convenzioni annesse all’atto costitutivo) e servizi di *staff* con personale proprio (remunerati con forme compensative)¹⁸².

¹⁸⁰ Sul punto si veda <https://www.minibond.tv/it/viveracqua-hydrobond.php> (consultato il 10 maggio 2020)

¹⁸¹ Progetto ViverAcqua, Relazione di sintesi

¹⁸² Relazione sulla gestione del bilancio al 31.12.2018 di ViverAcqua s.c.a.r.l.

3.3. L'operazione Hydrobond I e II

Per raggiungere questi obiettivi, sono stati implementati i due progetti ViverAcqua *Hydrobond* I e II, avviati rispettivamente nel 2014 e nel 2016. Nel 2014 è stato emesso il primo *Hydrobond* al fine di realizzare 728 progetti idrici (41% fognature, 36% acquedotti e il 23% di depuratori) nel territorio delle provincie di Padova, Vicenza, Venezia e Belluno. Al fine di poter effettuare queste opere, che in totale avevano un valore pari a 300.000 Euro, sono stati emessi, per finanziare metà di detto importo (150.000 Euro), i primi 8 *minibond* in maniera unitaria da otto gestori del servizio idrico integrato nel Veneto (Etra s.p.a, Centro Veneto Servizi s.p.a., Acque Vicentine s.p.s., Alto Vicentino Servizi s.p.a., ASI s.p.a., Acque del Basso Livenza s.p.a., Acque del Chiampo s.p.a., BIM Gestione Servizi Pubblici). A fine 2015 risultavano effettuati lavori per oltre 139 milioni di euro, pari al 46% del piano totale; il successo dell'operazione ha portato alla replica dell'iniziativa con l'emissione di ulteriori 5 *minibond* per il triennio 2016/2018 che hanno prodotto investimenti per il doppio del loro ammontare. Tale investimento era destinato al compimento di 360 interventi nelle provincie non comprese dal primo *Hydrobond* (Rovigo, Verona e Treviso).

Le società che hanno deliberato queste nuove emissioni di titoli finanziari sono state: Alto Trevigiano Servizi s.r.l., Polesine Acque s.p.a., AGS s.p.a., BIM Gestione servizi pubblici e Acque Veronesi s.c.a.r.l.; per un valore totale di 77.000 Euro.

Il totale raccolto tramite le due operazioni *Hydrobond*, pari a 227.000 Euro verrà utilizzato per finanziare parte degli investimenti strutturali programmati dal consorzio Viveracqua, che permetteranno di realizzare opere per un valore pari ad Euro 450.000 entro il 2020.

Gli strumenti finanziari sono stati sottoscritti unicamente dalla Viveracqua Hydrobond 1, una società a responsabilità limitata a socio unico di diritto italiano, costituita ai sensi della Legge 130 del 1999; successivamente la suddetta società veicolo, per finanziarsi, ha emesso due serie di titoli ABS *pari passu e pro rata*¹⁸³, quotati nella Borsa di Lussemburgo. Le serie di titoli (di seguito anche *notes*) hanno cedola fissa annuale pari al 3,9% (nella prima emissione) e al 3,6% (nella seconda), che garantiranno il rimborso grazie ai flussi di cassa provenienti dalla sottoscrizione di questi titoli nella Borsa di Lussemburgo.

L'*underwriter* di questi titoli, ovvero l'intermediario che si impegna ad acquisire in proprio i titoli non collocati presso il pubblico, sono stati innanzitutto la Banca Europea degli investimenti (BEI) e Banca Finint, riuscendo così a coprire parte dei due piani di intervento da

¹⁸³ Con questi termini si intende la pratica per cui vengono garantite le medesime condizioni a tutti i sottoscrittori di strumenti finanziari, denotando una situazione paritaria tra i vari soggetti.

oltre 200.000 Euro da effettuare da parte dei gestori del servizio idrico sopracitati. Il rimborso sarà garantito dal c.d. *credit enhancement* grazie al quale è stato creato un deposito pari al 20% del totale delle emissioni, che sarà messo a disposizione per il 4% tramite fondi regionali veneti (offerti da Veneto Sviluppo, la finanziaria della regione) e per il 16% dalle stesse emittenti (in proporzione al valore del *minibond* emesso sul totale dei due *Hydrobond*).

Le controparti che hanno partecipato alla realizzazione di questa operazione, come esemplificato nella Figura sottostante, sono:

- gli emittenti: società che appartengono al consorzio Viveracqua;
- Arranger: Banca Finint;
- Co arranger (per i *minibond*) e garante: Veneto Sviluppo s.p.a.;
- SPV: Viveracqua Hydrobond 1 s.r.l.;
- Servicer, Corporate Servicer, Agente di Calcolo e Rappresentante dei portatori dei Titoli: Securitisation Services s.p.a.;
- Banca Agente: BNP Paribas Services;
- Agente di monitoraggio: SINLOC – sistema iniziative locali s.p.a.;
- Cash Manager: Finanziaria Internazionale Investimenti SGR (la società veicolo di Banca Finint);
- Studio Legale Arranger: Riolo Calderaro Crisostomo (RCC)¹⁸⁴

¹⁸⁴ BANCA FININT, *Viveracqua Hydrobond - la prima cartolarizzazione di minibond*, 18 maggio 2015

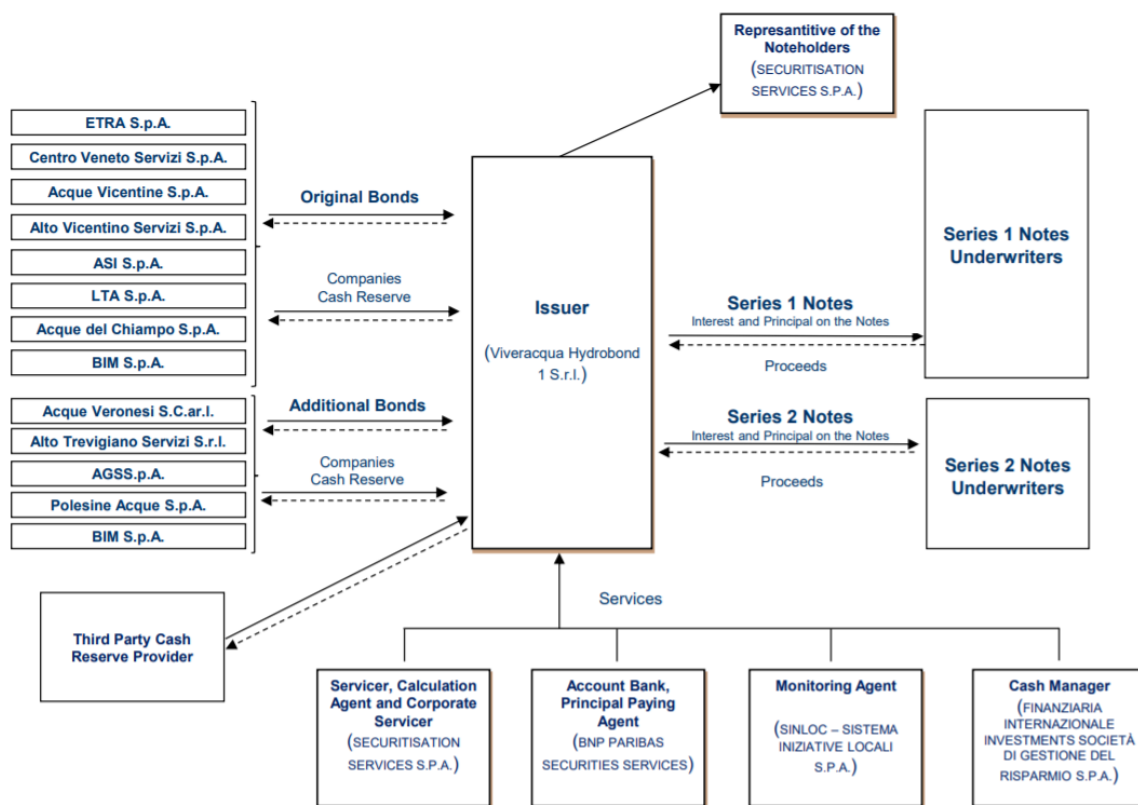


Figura 8 *Struttura dell'operazione*

Al fine della suddetta trattazione, verranno presi in considerazione solamente i titoli di debito emessi con la seconda tranches di emissioni nel 2016 da parte di Acque Veronesi s.c.a.r.l. e Alto Trevigiano Servizi s.r.l..

Dalla lettura del paragrafo precedente, risulta evidente come – prima che intervenisse la Legge di Bilancio 2019 – alle società veicolo non fosse possibile sottoscrivere titoli di debito emessi dalle s.r.l., risulta pertanto fondamentale chiarire la fattispecie di applicazione della suddetta norma nel caso in esame.

In particolare, le due società a responsabilità limitata, oggetto della suddetta disamina, sono legittimate ad emettere i titoli di debito sottoscritti interamente da una società veicolo che, come precedentemente ricordato, non rientra nella categoria degli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale; tale fattispecie si rende applicabile in quanto il requisito soggettivo previsto dal secondo comma dell'art. 2483 c.c. viene soddisfatto a monte dalle stesse società emittenti, essendo soggette al controllo da parte di un'autorità pubblica. In questo modo, Acque Veronesi e Alto Trevigiano Servizi hanno potuto procedere all'emissione dei due titoli di debito.

Un'ulteriore questione da discutere è se si rende necessaria o meno l'applicazione della disciplina prevista dal D.Lgs n. 175 del 2016 ovvero il Testo unico in materia di società a

partecipazione pubblica. La normativa, all'art. 1 comma 5 prevede che *“le disposizioni del presente decreto si applicano, solo se espressamente previsto, alle società quotate, come definite dall'articolo 2, comma 1, lettera p), nonché alle società da esse partecipate, salvo che queste ultime siano, non per il tramite di società quotate, controllate o partecipate da amministrazioni pubbliche”*; ai sensi del suddetto articolo, le disposizioni previste dal Testo Unico sono applicate alle società quotate, qualora ne facciano espressa previsione. Quindi nel caso in cui non fosse presente un richiamo esplicito, la norma non troverà applicazione.

In particolare, nei due casi in questione, che verranno trattati successivamente, entrambe le società rientrerebbero tra le *“società quotate”* ai sensi dell'art. 2 comma 1, lett. p) in quanto sono società a partecipazione pubblica che emettono strumenti quotati in mercati regolamentati, pertanto soggetti alla disciplina precedentemente citata se espressamente previsto. Inoltre, l'applicazione di tale normativa comporta anche l'obbligo, previsto dall'art. 18, di rispettare determinati requisiti nel caso di emissioni di azioni o strumenti finanziari da collocare nei mercati regolamentati. Nel caso in questione, le due società non hanno optato per il regime di applicazione della disciplina del Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica.

3.4. Il caso Acque Veronesi s.c.a.r.l.

3.4.1. Storia ed evoluzione della società

Acque Veronesi è una società consortile a responsabilità limitata fondata nel 2006 grazie all'iniziativa dei comuni e delle società di gestione dell'Area gestionale *“Veronese”* dell'Ambito Territoriale Ottimale Veronese per dare attuazione alla Legge n. 36 del 1994 c.d. Legge Galli. La suddetta norma prevedeva la riorganizzazione del servizio idrico, al fine di ridurre la frammentazione gestionale e creare un modello di gestione del servizio idrico integrato¹⁸⁵. Alla luce di ciò, i sindaci scaligeri hanno optato per mantenere la gestione di tale servizio sotto il controllo pubblico, affidando la gestione a due società pubbliche: all'Azienda gardesana Servizi s.p.a. per 20 comuni dell'Area del Garda, e ad Acque Veronesi s.c.a.r.l. per i restanti 77 comuni dell'Area veronese. In questo modo, tale risistemazione permette una migliore razionalizzazione del servizio offerto ai cittadini e un miglior livello di efficienza.

Nel 2011 è entrata a far parte della ViverAcqua s.c.a.r.l. – detenendo una partecipazione pari al 17,39% – e, nel 2016 per dare attuazione al progetto del servizio idrico integrato nella regione Veneto, ha partecipato al progetto Viveracqua Hydrobond I, emettendo un titolo di debito.

¹⁸⁵ Sul punto www.acqueveronesi.it/pagina.asp?IdPagina=7 (consultato il 10 maggio 2020)

3.4.2. L'Hydrobond

L'emissione

Per poter emettere il titolo di debito, la società Acque Veronesi, antecedentemente alla delibera di emissione, non avendo previsto tale possibilità nell'originario statuto, ha effettuato una modifica dello stesso. Infatti, con l'atto notarile del 13 luglio 2015, i titoli di debito vengono inclusi tra i possibili strumenti finanziari a cui può ricorrere la società. A tal proposito vengono regolati come segue: *“la società potrà emettere i titoli di debito, ai sensi dell'art. 2483 c.c., la relativa competenza è del Consiglio di Amministrazione che potrà deliberare in merito previo parere indipendente redatto da tre esperti iscritti nell'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti contabili. Quest'ultimi dovranno essere nominati dall'Assemblea dei soci che rappresentano almeno il 60% del capitale sociale. Il parere dovrà esprimere la fondatezza del piano economico finanziario che sottende l'operazione e in merito alla sostenibilità del debito complessivo”*.

Successivamente alla modifica, il 27 novembre 2015 il Consiglio di Amministrazione della Acque Veronesi s.c.a.r.l. ha deliberato l'emissione del titolo di debito, definendolo come prestito non convertibile, destinato alla quotazione sul mercato ExtraMOT – segmento professionale (ExtraMOT PRO).

Le caratteristiche del titolo

Il titolo emesso, del valore pari ad Euro 20.000.000, è stato scorporato in 200 titoli in forma dematerializzata del valore nominale di Euro 100.000 ciascuna. Come è stato riportato precedentemente, il suddetto titolo è stato sottoscritto interamente dalla società veicolo Viveracqua Hydrobond 1 s.r.l. e sono detenuti da Monte Titoli¹⁸⁶ per conto dei sottoscrittori fino al rimborso o all'eventuale cancellazione degli stessi.

I singoli titoli non potranno essere sottoscritti dalla società Acque Veronesi, ai sensi di quanto previsto dalla normativa codicistica.

La data di scadenza per il rimborso del titolo di debito è prevista per il 2034 a fronte del quale dovrà essere restituito l'ammontare del prestito originariamente ottenuto e i relativi interessi maturati. Quest'ultimi saranno calcolati su base giornaliera e dovranno essere corrisposti con

¹⁸⁶ Società per la custodia e l'amministrazione accentrata dei titoli al portatore e nominativi quotati in Borsa. Opera come depositario centrale nazionale per tutti gli strumenti finanziari di diritto italiano emessi da società private o dallo Stato (cfr definizione da Enciclopedia Treccani)

scadenza semestrale nella misura del 3,90% annuo. I flussi di pagamento sono cominciati a partire dal secondo semestre del 2016 ed entro il secondo semestre del 2034, la società emittente dovrà rimborsare il totale della somma ricevuta a prestito comprensiva degli interessi, come riporta la Tabella sottostante. Il riquadro rosso indica i pagamenti effettuati fino a gennaio 2020.

Piano di rimborso previsto per Acque Veronesi s.c.a.r.l.						
semestre di riferimento	ammontare prima del pagamento	pagamento	ammontare dopo il pagamento	tasso d'interesse	giorni	interessi pagati
lug-16	20.000.000	-	20.000.000	3,90%	170	368.334
gen-17	20.000.000	500.000	19.500.000	3,90%	184	398.666
lug-17	19.500.000	500.000	19.000.000	3,90%	181	382.362
gen-18	19.000.000	500.000	18.500.000	3,90%	184	378.734
lug-18	18.500.000	500.000	18.000.000	3,90%	181	362.754
gen-19	18.000.000	500.000	17.500.000	3,90%	184	358.800
lug-19	17.500.000	500.000	17.000.000	3,90%	181	343.146
gen-20	17.000.000	500.000	16.500.000	3,90%	184	338.866
lug-20	16.500.000	500.000	16.000.000	3,90%	-	-
gen-21	16.000.000	500.000	15.500.000	3,90%	-	-
lug-21	15.500.000	500.000	15.000.000	3,90%	-	-
gen-22	15.000.000	500.000	14.500.000	3,90%	-	-
lug-22	14.500.000	500.000	14.000.000	3,90%	-	-
gen-23	14.000.000	500.000	13.500.000	3,90%	-	-
lug-23	13.500.000	500.000	13.000.000	3,90%	-	-
gen-24	13.000.000	500.000	12.500.000	3,90%	-	-
lug-24	12.500.000	500.000	12.000.000	3,90%	-	-
gen-25	12.000.000	600.000	11.400.000	3,90%	-	-
lug-25	11.400.000	600.000	10.800.000	3,90%	-	-
gen-26	10.800.000	600.000	10.200.000	3,90%	-	-
lug-26	10.200.000	600.000	9.600.000	3,90%	-	-
gen-27	9.600.000	600.000	9.000.000	3,90%	-	-
lug-27	9.000.000	600.000	8.400.000	3,90%	-	-
gen-28	8.400.000	600.000	7.800.000	3,90%	-	-
lug-28	7.800.000	600.000	7.200.000	3,90%	-	-
gen-29	7.200.000	600.000	6.600.000	3,90%	-	-
lug-29	6.600.000	600.000	6.000.000	3,90%	-	-
gen-30	6.000.000	600.000	5.400.000	3,90%	-	-
lug-30	5.400.000	600.000	4.800.000	3,90%	-	-
gen-31	4.800.000	600.000	4.200.000	3,90%	-	-
lug-31	4.200.000	600.000	3.600.000	3,90%	-	-
gen-32	3.600.000	600.000	3.000.000	3,90%	-	-
lug-32	3.000.000	600.000	2.400.000	3,90%	-	-
gen-33	2.400.000	600.000	1.800.000	3,90%	-	-
lug-33	1.800.000	600.000	1.200.000	3,90%	-	-
gen-34	1.200.000	600.000	600.000	3,90%	-	-
lug-34	600.000	600.000	-	3,90%		2.931.662

*Tabella 1 Piano di rimborso previsto per Acque Veronesi s.c.a.r.l.
Rielaborazione personale.*

Il Documento di Ammissione concede la possibilità, a partire da gennaio del 2027 di riscattare i singoli titoli per il loro importo totale, senza che debba essere corrisposta alcuna sanzione.

Tale previsione potrà essere esercitata solamente se verrà dato debito preavviso (di non meno di 60 giorni e non più di 90).

Il suddetto documento evidenzia anche i fattori di rischio contingenti che potrebbero rappresentare delle problematiche dal punto di vista della società emittente, tra questi vengono annoverati:

- la possibile evoluzione della disciplina dei settori idrici;
- i risultati raggiunti per raggiungere gli obiettivi strategici prefissati, potrebbero essere vanificati se la società non fosse in grado di ottenere le relative licenze, permessi e concessioni per realizzare le suddette opere;
- l'attività della società è regolamentata da normative ambientali stringenti (tra cui quelle relative alle acque reflue);
- la società potrebbe incorrere in esternalità negative di tipo ambientale;
- la possibilità che le tariffe collegate connesse al servizio idrico siano oggetti di una revisione;
- il rischio che si verifichino disastri naturali o altri eventi catastrofici;
- la società potrebbe incorrere in rischi operativi collegati alla gestione degli impianti idrici di distribuzione;
- potrebbero verificarsi i rischi derivanti dall'esposizione del rischio di credito connesso allo svolgimento della sua attività;
- il rischio di dover rifinanziare i debiti preesistenti;
- l'attività della società potrebbe essere influenzata negativamente dalle attuali perturbazioni collegate all'accesso al mercato del credito;
- il rischio che la società debba ricorrere ad ulteriori fonti di indebitamento o che presenti una situazione di scarsa liquidità;

In merito ai rischi strettamente collegati allo strumento finanziario, ritroviamo:

- il rischio collegato alla possibilità che non si crei un mercato secondario a seguito della loro quotazione sul mercato di Borsa italiana ExtraMOT PRO;
- il rischio collegato alla fluttuazione del tasso di interesse di mercato collegato ai titoli; infatti, mentre il tasso d'interesse nominale dei suddetti titoli rimane fisso, il tasso di interesse di mercato può influenzare in maniera negativa il prezzo di mercato degli strumenti finanziari;
- il rischio collegato alla possibilità che il legislatore fiscale effettui dei cambiamenti in merito alla disciplina che si rende applicabile a tali titoli.

La delibera di emissione ha predisposto alcuni *covenants*, di varie tipologie:

- finanziari: per cui Acque Veronesi garantisce ai sottoscrittori dei loro titoli di debito, di garantire i valori finanziari evidenziati nella seguente Tabella:

	31/12/ 2015	31/12/ 2016	31/12/ 2017	31/12/ 2018	31/12/ 2019	31/12/ 2020	31/12/ 2021	31/12/ 2022	31/12/ 2023	31/12/ 2024
Indemnity value/PFN	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
PFN/equity	5.1	4.5	4.3	4	3.5	3.1	2.8	2.2	1.5	1
PFN/EBITDA	3.3	3.8	3.5	3.5	3	2.9	2.8	2.3	1.8	1.4

Tabella 2 *Covenants finanziari. Rielaborazione personale.*

Fonte: Documento di Ammissione Acque Veronesi s.c.a.r.l.

- informativi: grazie ai quali vengono messi a disposizione dei sottoscrittori il bilancio certificato entro 180 giorni dalla fine dell'esercizio finanziario, mettendoli al corrente di qualsiasi controversia pendente, arbitrato o procedimento amministrativo che è in corso o potrebbe intervenire.

Infine, di notificare, all'occorrenza, dell'insorgenza di qualsiasi "Evento Trigger"¹⁸⁷ si verificasse e la sua evoluzione nelle diverse fasi;

- altri *covenants*: la Società oltre a dover mantenere un comportamento in linea con quanto stabilito dalla normativa nazionale, non deve detenere o creare nessuna garanzia reale o personale (come per esempio fideiussioni), lettera di patronage in relazione a nessuna attività detenuta nel presente o nel futuro. Nel caso fossero state create prima dell'emissione o contestualmente:

¹⁸⁷ Con il termine "Evento Trigger" si intende qualsiasi evento che rientri in una delle seguenti fattispecie:

- la società emittente non paga gli interessi o la parte del prestito da rimborsare;
- Il default dei pagamenti relativo a qualsiasi prestito sottoscritto dalla società emittente per cui diventa necessario pagare prima della scadenza prevista oppure nel caso in cui la società emittente non riesca più a sostenere le garanzie presenti o future. In entrambi i casi il valore totale del default dei pagamenti deve essere pari ad Euro 1.000.000;
- la società cessa o minaccia di cessare l'attività svolta o in via totalitaria o in relazione solamente ad una parte di questa, intesa come il 20% del totale delle attività o dei ricavi;
- le si verificano inadempienze collegate alla fornitura del servizio idrico integrato derivante dalla partecipazione al progetto Viveracqua. Al fine che si verifichi questo evento è necessario che l'attività svolta dalla società venga effettuata in modo da poter danneggiare gli interessi dei sottoscrittori dei titoli;
- modifica del controllo da parte della società emittente;
- la società, nello svolgimento della sua attività non rispetta i *covenants* e/o le garanzie descritte nel documento di ammissione e non avvia operazioni entro i successivi trenta giorni per porvi rimedio;
- si verifica un evento che determina l'insolvenza della società;
- l'emittente agisce o ha agito in modo illegale;
- se, a seguito di una sentenza prodotta in ultimo grado (a cui non è più ammessa la possibilità di fare ricorso) la società è tenuta a pagare una somma superiore ad Euro 1.000.000;
- il verificarsi di un inasprimento del tasso di cambio.

La società è tenuta, nel caso si verificasse uno degli eventi sopracitati, ad avvisare il rappresentante dei sottoscrittori dei titoli di debito.

- l'ammontare dei titoli emessi risulta ugualmente assicurato dalle medesime garanzie;
- devono essere approvati da parte degli obbligazionisti.

La Società si impegna a non cedere, trasferire o disporre in altro modo (alle condizioni in cui si trovano nel momento della sottoscrizione): le sue attività e i crediti pro-soluto; inoltre non può stipulare qualsiasi altro accordo preferenziale avente un effetto simile. Il vincolo legato alle attività non si rende applicabile nel caso in cui la vendita rientri tra le normali attività d'impresa, se in cambio viene attribuita un'attività che abbia un valore comparabile o superiore a quella ceduta (in termini di valore e di qualità), quando il maggiore, tra il valore di mercato e il corrispettivo ricevuto, non supera i 10.000.000 Euro in ogni esercizio fiscale. Acque Veronesi non potrà partecipare ad alcuna operazione straordinaria o di ristrutturazione societaria, ad eccezione per quelle che hanno ottenuto il consenso da parte dei sottoscrittori. Infine, la Società non potrà stipulare ulteriori accordi di finanziamento in cui siano presenti *covenants* o altre previsioni che riguardino gli stessi indici di bilancio inclusi nel suddetto contratto.

Inoltre, la società non potrà emettere titoli che abbiano i medesimi termini e condizioni del titolo emesso con la suddetta operazione.

I soggetti che hanno sottoscritto questi strumenti finanziari vengono rappresentati da un organismo, per cui si rinvia alla disciplina prevista dall'art. 2415 c.c. in tema di s.p.a.. Tale organismo è chiamato a deliberare in merito: alla nomina o revoca del rappresentante dei sottoscrittori, sulle modifiche delle condizioni contrattuali, in merito alla liquidazione o alle proposte di concordato, sull'istituzione di un eventuale fondo necessario a coprire gli oneri legati alla salvaguardia degli interessi dei sottoscrittori e, infine, in merito ad altre questioni che coinvolgono direttamente tali soggetti. Le riunioni sono convocate dal Consiglio di Amministrazione o dallo stesso rappresentante dei sottoscrittori, ogni qualvolta lo si ritenga necessario o quando la richiesta pervenga da almeno un ventesimo degli obbligazionisti.

A tale organizzazione si rendono applicabile le maggioranze e le regole previste per l'assemblea straordinaria e, in caso si dovessero apportare modifiche a queste condizioni, sarà necessario ottenere il consenso favorevole di almeno il 50% del totale dei sottoscrittori.

Le decisioni prese da parte di questa assemblea, possono essere contestate ai sensi degli artt. 2377 e 2379 c.c.; circa gli altri eventuali obblighi, il Documento di Ammissione rimanda espressamente all'art. 2417 della normativa codicistica.

In caso di mancato pagamento da parte della società emittente, il prestito si ritiene prescritto dopo 10 anni nel caso del rimborso relativo alla somma originaria chiesta a prestito e, di 5 anni, nel caso degli interessi.

In merito agli obblighi informativi, si ritiene che qualsiasi notizia riguardo i titoli debba essere condivisa e notificata ai sottoscrittori, inoltre, per garantire un maggior livello di trasparenza, i suddetti avvisi dovranno essere pubblicati sul sito internet dell'emittente. Infine, nel caso dovessero sorgere controversie che coinvolgano il suddetto titolo o strumenti finanziari extracontrattuali, i suddetti contrasti devono essere affidati al tribunale di competenza (ovvero il Tribunale di Venezia).

La sottoscrizione e il collocamento nel mercato ExtraMOT PRO

A seguito dell'emissione, i titoli sono stati sottoscritti per il 100% dalla società veicolo Viveracqua Hydrobond 1 s.r.l..

La Società, dopo aver emesso il titolo di debito, ha inoltrato la domanda per l'ammissione al mercato ExtraMOT PRO e, il 22 gennaio 2016, Borsa italiana ha comunicato l'inizio delle negoziazioni nel suddetto segmento di mercato e viene nominato BNP Paribas Securities Services, come Agente per i pagamenti.

Tematiche recenti

A fine 2018, la società Acque Veronesi ha deciso di stipulare un nuovo contratto di finanziamento a medio-lungo termine su base *corporate secured loan*, per:

- a) rifinanziare parte dell'indebitamento esistente e, in particolare, rimborsare integralmente: due contratti di finanziamento stipulati rispettivamente nel 2001 e nel 2015 pari ad Euro 70.000 e 20.000 sottoscritti dalla Società con un pool di banche finanziatrici;
- b) finanziare il pagamento di eventuali *breaking costs* derivanti dall'estinzione anticipata dei suddetti prestiti nonché dei costi connessi alla liquidazione del *mark-to-market*

negativo del relativo contratto di *swap* in essere con riferimento alla data dell'effettivo *closing* dell'operazione;

c) finanziare parte del c.d. Piano d'Ambito¹⁸⁸.

Il prestito, pari ad Euro 60.000 sarà suddiviso in due linee di credito: *term loan facility* e *capex facility*. La prima, di importo pari ad Euro 30.000 ha lo scopo di rimodulare il livello di indebitamento della società e contenere i costi di cui alle lettere a) e b). Tale finanziamento è stato poi sottoscritto da parte di BNL Gruppo BNP Paribas; in merito il Direttore Engagement della banca ha affermato che “*BNL, supportando aziende come Acque Veronesi, che guardano al benessere e allo sviluppo dei luoghi in cui operano, punta a coniugare business e sostenibilità, due fattori determinanti per un'economia positiva, attenta alle persone, rispettosa dell'ambiente, verso un futuro migliore per tutti*”.

La seconda metà della linea di credito è stata concessa a BEI (Banca Europea per gli Investimenti) per reperire le risorse per attuare il progetto di cui alla lettera c).

Acque Veronesi aveva apportato delle garanzie a supporto dei finanziamenti di cui alla lettera a), era stato sottoscritto a favore del pool di banche, un atto costitutivo di privilegio speciale (ai sensi dell'art. 46 del D.Lgs n. 385 del 1994, un atto di cessione dei crediti da indennizzo e un atto di cessione da crediti da indennizzo residuo. Tali garanzie sono state poi estese, in maniera indiretta, anche a Viveracqua s.r.l. mediante la stipula di un accordo intercreditorio¹⁸⁹, che restava valido fino alla data di scadenza dei titoli (quindi con il rimborso integrale da parte della società) oppure quando le banche finanziatrici avessero rilasciato tutte le garanzie presenti.

A fronte di ciò, il 26 novembre 2018, la società scaligera ha richiesto il consenso, da parte dell'assemblea dei sottoscrittori per decidere in merito alla richiesta avanzata da parte di Acque Veronesi s.c.a.r.l. di: ottenere l'assenso per rilasciare le suddette garanzie a fronte della possibilità da parte della società di concedere una o più delle seguenti garanzie; come riportato nella lettera inviata a ViverAcqua s.r.l. con oggetto “ViverAcqua Hydrobond 2 – Contratto di sottoscrizione delle obbligazioni sottoscritto in data 18 gennaio 2016”, ovvero:

- a) “*cessione a scopo di garanzia dei diritti di credito derivanti dai contratti di hedging e dai contratti di progetto di importo superiore a Euro 5.000.000,00;*
- b) *atto di pegno sui conti correnti del progetto;*

¹⁸⁸ Viveracqua Hydrobond 1 s.r.l. - Notice of extraordinary meeting of the holders of the outstanding, 26 novembre 2018

¹⁸⁹ Come viene previsto dall'articolo 2.1. dell'Accordo Intercreditorio “*Le Finanziatrici Primo Project e le Finanziatrici Secondo Project convengono di estendere a favore di Viveracqua i proventi e le somme di danaro derivanti dall'escussione di una Garanzia*”

- c) *privilegio generale ex articolo 160 del D.Lgs 163/2006, (come sostituito dall'articolo 186 del D.Lgs 50/2016), sulla totalità del patrimonio mobiliare presente e futuro;*
- d) *pegno sui crediti derivanti dalla convenzione con l'ATO Veronese”.*

A fronte della richiesta pervenuta in data 26 novembre, l'assemblea dei sottoscrittori si è riunita e con delibera del 12 dicembre 2018 ha accolto la richiesta avanzata da Acque Veronesi.

3.5. Il caso Alto Trevigiano Servizi s.r.l.

Altro Trevigiano Servizi (di seguito “ATS”) gestisce il Servizio idrico Integrato di più di 50 comuni per un totale di 215.000 utenze, operando in qualità di gestore con affidamento in *house providing*. La società nasce nel 2007, dopo che l'Assemblea dell'ATO Veneto Orientale ha deciso di affidare il servizio idrico del territorio della “Destra Piave” ad una nuova realtà in quanto fino a quel momento la gestione risultava piuttosto frammentata sotto vari aspetti (a partire dalle tariffe applicate fino ad arrivare alle modalità in cui il servizio veniva erogato)¹⁹⁰.

ATS a partire da dicembre 2014 è entrata a far parte di ViverAcqua s.c.a.r.l. assumendo una partecipazione del 10,66%.

3.5.1. L'Hydrobond

L'emissione

Lo statuto della società prevede la possibilità di emettere titoli di debito ai sensi dell'art. 2483 c.c., la competenza spetta all'assemblea dei soci¹⁹¹ con il voto favorevole di due terzi del capitale sociale (anche se la deliberazione viene presa in assemblea di seconda convocazione). La società prevede la possibilità di delegare tale decisione al consiglio di amministrazione e la possibilità di eleggere un rappresentante comune dei possessori dei titoli di debito. Pertanto, con atto rogitato il 27 novembre 2015 è stata deliberato l'emissione dei titoli di debiti, non convertibili, di importo pari ad Euro 30.000.000,00.

¹⁹⁰ Alto Trevigiano Servizi s.r.l. – Relazione sulla gestione del bilancio 31/12/2017

¹⁹¹ La convocazione dell'assemblea dei soci è disposta dal Consiglio di Amministrazione oppure da soci che rappresentino almeno un terzo del capitale sociale.

Le caratteristiche del titolo

Il *minibond* sarà costituito da 300 titoli dematerializzati, ciascuno del valore nominale di Euro 100.000,00 e con scadenza nel 2034.

Ai titoli di debito emessi viene attribuiti il *rank* di strumenti *pari passu* tra gli altri strumenti finanziari del progetto Viveracqua sia nei confronti degli altri strumenti finanziari presenti o futuri emessi da Alto Trevigiano Servizi.

Come per Acque Veronesi, il suddetto strumento di debito non potrà essere sottoscritto da parte dei soci dell'emittente.

ATS dovrà corrispondere un tasso di interesse pari al 3,90% e sarà rapportato al numero di giorni, i flussi di pagamento, come per Acque Veronesi, sono iniziati a luglio del 2016 per concludersi nel luglio del 2034, la seguente Tabella espone i pagamenti relativi al rimborso della somma chiesta a prestito e gli interessi maturati e pagati fino a gennaio 2020. Dove, il riquadro in rosso segnala i pagamenti già effettuati fino a gennaio 2020.

Piano di rimborso previsto per Alto Trevigiano Servizi s.r.l.							
semestre di riferimento	ammontare prima del pagamento	pagamento	ammontare dopo il pagamento	tasso d'interesse	giorni	interessi pagati	
lug-16	30.000.000	-	30.000.000	3,90%	170	552.501	
gen-17	30.000.000	750.000	29.250.000	3,90%	184	597.999	
lug-17	29.250.000	750.000	28.500.000	3,90%	181	573.543	
gen-18	28.500.000	750.000	27.750.000	3,90%	184	568.101	
lug-18	27.750.000	750.000	27.000.000	3,90%	181	544.131	
gen-19	27.000.000	750.000	26.250.000	3,90%	184	538.200	
lug-19	26.250.000	750.000	25.500.000	3,90%	181	514.719	
gen-20	25.500.000	750.000	24.750.000	3,90%	184	508.299	
lug-20	24.750.000	750.000	24.000.000	3,90%	-	-	
gen-21	24.000.000	750.000	23.250.000	3,90%	-	-	
lug-21	23.250.000	750.000	22.500.000	3,90%	-	-	
gen-22	22.500.000	750.000	21.750.000	3,90%	-	-	
lug-22	21.750.000	750.000	21.000.000	3,90%	-	-	
gen-23	21.000.000	750.000	20.250.000	3,90%	-	-	
lug-23	20.250.000	750.000	19.500.000	3,90%	-	-	
gen-24	19.500.000	750.000	18.750.000	3,90%	-	-	
lug-24	18.750.000	750.000	18.000.000	3,90%	-	-	
gen-25	18.000.000	900.000	17.100.000	3,90%	-	-	
lug-25	17.100.000	900.000	16.200.000	3,90%	-	-	
gen-26	16.200.000	900.000	15.300.000	3,90%	-	-	
lug-26	15.300.000	900.000	14.400.000	3,90%	-	-	
gen-27	14.400.000	900.000	13.500.000	3,90%	-	-	
lug-27	13.500.000	900.000	12.600.000	3,90%	-	-	
gen-28	12.600.000	900.000	11.700.000	3,90%	-	-	
lug-28	11.700.000	900.000	10.800.000	3,90%	-	-	
gen-29	10.800.000	900.000	9.900.000	3,90%	-	-	
lug-29	9.900.000	900.000	9.000.000	3,90%	-	-	
gen-30	9.000.000	900.000	8.100.000	3,90%	-	-	
lug-30	8.100.000	900.000	7.200.000	3,90%	-	-	
gen-31	7.200.000	900.000	6.300.000	3,90%	-	-	
lug-31	6.300.000	900.000	5.400.000	3,90%	-	-	
gen-32	5.400.000	900.000	4.500.000	3,90%	-	-	
lug-32	4.500.000	900.000	3.600.000	3,90%	-	-	
gen-33	3.600.000	900.000	2.700.000	3,90%	-	-	
lug-33	2.700.000	900.000	1.800.000	3,90%	-	-	
gen-34	1.800.000	900.000	900.000	3,90%	-	-	
lug-34	900.000	900.000	-	3,90%		4.397.493	

Tabella 9 Piano di rimborso previsto per Acque Veronesi s.c.a.r.l. Rielaborazione personale.

In merito ai *convenants* che si applicano nel caso dell'emissione da parte di ATS, si segnala che sono i medesimi di quelli contenuti nel Documento di ammissione di AcqueVeronesi, ad esclusione per i *convenants* finanziari per cui, fintanto che la società non abbia rimborsato la somma in prestito, con i relativi interessi, il livello EBITDA/Net Financial Charges dovrà essere maggiore o uguale a 2,5 e l'indice Net Borrowing/EBITDA dovrà essere maggiore o uguale a 7,2.

Infine, in relazione alle ulteriori caratteristiche, ai rischi collegati all'emissione e alla sottoscrizione del suddetto titolo, si rimanda a quelli elencati nel precedente paragrafo per Acque Veronesi.

3.6. I due titoli di debito a confronto

Alla luce di quanto sopra esposto, i due *hydrobond* emessi da Acque Veronesi e Alto Trevigiano Servizi risultano sostanzialmente uniformi in termini di contenuto, per cui il Documento di Ammissione prevede quasi totalmente le medesime disposizioni e caratteristiche.

In aderenza alla normativa codicistica dell'art. 2483, entrambe le società hanno previsto la possibilità all'interno dello statuto di poter emettere titoli di debito, Acque Veronesi a seguito di una modifica statutaria (sul punto si veda Capitolo 2). Entrambi gli statuti non hanno previsto nessun tipo di limite qualitativo in merito all'emissione dei suddetti strumenti finanziari.

Dal punto di vista giuridico però i due titoli di debito differiscono in merito all'organo societario deputato alla loro emissione; in quanto per Acque Veronesi risulta responsabile il Consiglio di Amministrazione (solo dopo aver ricevuto un parere tecnico redatto da tre commercialisti) mentre per ATS la decisione viene rimessa all'Assemblea dei soci, previo consenso positivo dei soci che rappresentino i due terzi del capitale sociale.

I sottoscrittori, come sopra ricordato, si possono riunire in un organismo di rappresentanza al quale si applica la disciplina prevista per le s.p.a. ai sensi dell'art. 2415 c.c.; l'appartenenza al detto organismo comporta l'attribuzione di particolari diritti in capo all'unico soggetto che li detiene, ovvero ViverAcqua Hydrobond 1 s.r.l, tra i quali: l'obbligo di essere informati circa la normale gestione societaria e di ricevere comunicazioni e prendere parte alle decisioni inerenti agli stessi titoli di debito.

Sostanzialmente, i due titoli di debito assumono le medesime caratteristiche, in termini di forma e contenuto (a parte per la diversa previsione di *covenants* finanziari). Tale connotazione si rende necessaria in virtù del fatto che si vuole conferire unitarietà agli strumenti finanziari emessi dalle 12 società del servizio idrico integrato del Veneto.

3.7.I pagamenti delle notes

La società veicolo, Viveracqua Hydrobond 1 s.r.l., dovrà corrispondere dei pagamenti semestralmente nei confronti dei soggetti che hanno sottoscritto i titoli ABS e delle commissioni verso i vari soggetti che sono intervenuti all'interno dell'operazione.

La SPV pagherà i sottoscrittori delle notes attraverso i flussi di pagamento corrisposti da parte delle 12 società emittenti.

La Tabella sottostante riepiloga i pagamenti e le commissioni corrisposti dalla SPV, sia in merito ai titoli negoziati nella Borsa di Lussemburgo relativi alla prima emissione di *minibond* nel 2014 che a quelli della seconda, nel 2016; si segnala, inoltre, che durante questo periodo non è intercorso nessun “*Trigger Event*”. I pagamenti effettuati si riferiscono unicamente al limite dei fondi disponibili per effettuare pagamenti sui titoli da parte dell'emittente (c.d. “*Issuer Available Funds*”).

Il totale del pagamento semestrale è stato poi scorporato per dare evidenza delle diverse voci da cui viene inciso, ed in particolare, dopo il rimborso dell'ammontare del prestito chiesto e al pagamento degli interessi la voce più rilevante è da attribuire al pagamento effettuato nei confronti dei soggetti che ricoprono il ruolo di agente all'interno del suddetto progetto.

Issuer Available Funds	lug-16	gen-17	lug-17	gen-18	lug-18	gen-19	lug-19	gen-20
Any Expenses	64.077	43.817	78.670	105.935	126.364	38.667	16.468	116.421
Remuneration due to the Representative of the Noteholders	3.660	12.871	3.660	3.660	3.660,0	3.660	3.660	3.660
Any amounts due to the Agents	91.822	90.850	88.695,9	86.004	83.821	82.541	80.831	77.578
All amounts of interest due and payable on the Notes on such Note Payment Date	4.358.900	4.430.750	4.249.927	4.140.955	4.031.982	3.944.565	3.793.081	3.745.780
Principal Amount Outstanding in respect of the Notes on such Notes Payment Date up to the Principal Redemption Amount on the relevant Note Payment Date		5.675.000	5.675.000	5.675.000	5.675.000	5.675.000	5.675.000	5.675.000
to pay, in accordance with the provisions of the Credit Enhancement Intercréditor Agreement, to Veneto Sviluppo any amount due as remuneration in respect of the Veneto Sviluppo Cash Reserve	546	1.605						
Up to (but excluding) the Note Payment Date on which the Notes are redeemed in full or cancelled, to credit to the Expenses Account such an amount as will bring the balance up to, but not in excess of, the Target Expenses Reserve	33.594	501	3.549	1.631	11.830	7.551	16.096	8.194

Tabella 10 Issuer Available Funds. Rielaborazione personale.

Per effetto dei pagamenti effettuati per rimborsare la somma chiesta a prestito, il *credit enhancement ratio* è aumentato, fino ad arrivare nel 2034, anno della scadenza dei titoli, pari al 100%.

Credit Enhancement	lug-16	gen-17	lug-17	gen-18	lug-18	gen-19	lug-19	gen-20
Credit Enhancement after the current Notes Payment Date	45.400.000	45.400.000	45.400.000	45.400.000	45.400.000	45.400.000	45.400.000	45.400.000
Outstanding Amount of the Bonds after the current Notes Payment Date	227.000.000	221.325.000	215.650.000	209.975.000	204.300.000	198.625.000	192.950.000	187.275.000
Credit Enhancement ratio	20%	20,51%	21,05%	21,62%	22,22%	22,86%	23,53%	24,24%

Tabella 5 Credit Enhancement ratio. Rielaborazione personale.

3.8.I risultati ottenuti

Grazie al ricorso a questi strumenti di finanza alternativa, le aziende del servizio idrico pubblico della regione Veneto sono riuscite ad implementare il progetto iniziale previsto dal progetto Viveracqua. Solo nel 2018 sono stati effettuati investimenti per 187 milioni di euro ripartiti nel seguente modo.

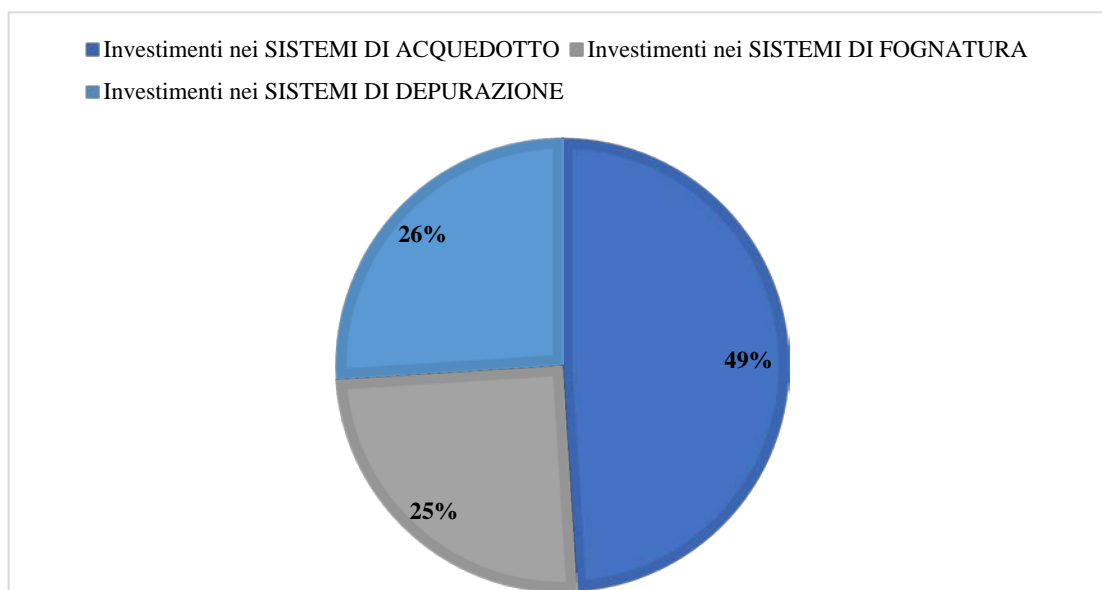


Figura 9 Gli investimenti realizzati nel 2018 dai 12 gestori Viveracqua. Rielaborazione personale. Fonte: Sostenibilità condivisa – primo rapporto dati anno 2018, redazione dicembre 2019

In particolare, i progetti che sono stati realizzati nel 2018 da Acque Veronesi e ATS sono rispettivamente: la realizzazione di un impianto di depurazione e delle reti di collegamento a Bonferraro e l'adeguamento del depuratore trevigiano con l'installazione di un impianto di cogenerazione a turbine a biogas.

Dal 2014 al 2019, le società hanno investito oltre un miliardo di euro nell'attivazione di circa 5.200 cantieri per migliorare la qualità dell'acqua distribuita, ridurre le perdite ed ottimizzare le prestazioni ambientali dei depuratori¹⁹².

I progetti che sono stati implementati dal 2014 fino al 2019 possono essere ricondotti a queste principali attività¹⁹³:

- Rete di Laboratori ViveracquaLab, progetto di rete per analizzare la qualità delle acque potabili e reflue e garantire la qualità della risorsa idrica grazie alla capacità altamente specialistiche del personale e alle attrezzature tecnologiche già presenti nella rete. Con un particolare focus sullo sviluppo di metodologie comuni per la ricerca dei contaminanti emergenti;
- Progetto "Trattamento Fanghi" che prevede la riduzione e il contestuale recupero dei fanghi che si sono generati a seguito del processo di depurazione, con l'obiettivo di diminuire la quantità di fanghi conferiti in discarica attraverso sistemi innovativi di digestione anaerobica e recupero energetico. Grazie a questi progetti è stato recuperato e riutilizzato il 78,9% dei fanghi prodotti nel 2018;
- Progetti innovativi "Water Smart Metering" che prevede la ricerca di soluzioni tecnologiche innovative per la realizzazione di contatori intelligenti, realizzati su piattaforme tecnologiche aperte in grado di misurare, registrare e trasmettere in tempo reale i dati legati al consumo idrico per poter rendere più efficiente la gestione delle risorse idriche (riducendo gli sprechi);
- Progetto "Acqua ZERO PFAS" e "Water safety plan" al fine di contrastare l'inquinamento idrico derivante dalla presenza di PFAS (sostanze chimiche di derivazione industriale) le società appartenenti al consorzio Viveracqua si sono date la prospettiva di cambiare fonti di approvvigionamento per garantire punti di produzione senza rischio di inquinamento; inoltre, grazie al progetto PSA (Piano di sicurezza dell'acqua) sono riusciti ad individuare i potenziali rischi derivanti dalla presenza di

¹⁹² Sostenibilità condivisa – primo rapporto dati anno 2018, redazione dicembre 2019

¹⁹³ Sostenibilità condivisa – primo rapporto dati anno 2018, redazione dicembre 2019

queste sostanze nocive nell'acqua e si sono attivati per prevenire i rischi da contaminazione.

In termini di valore aggiunto, la suddetta operazione nel 2018 ha prodotto 359 milioni di euro che sono stati ripartiti tra i vari stakeholder (ovvero i soggetti portatori di interesse) con le percentuali indicate nel Grafico sottostante.

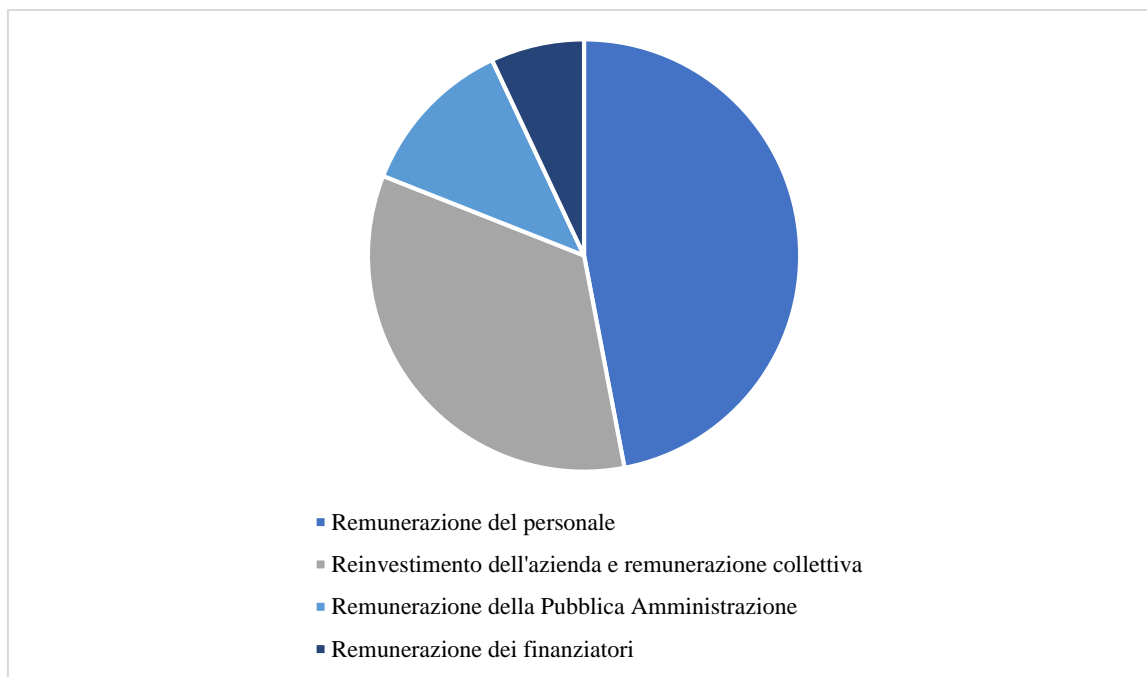


Figura 10 La distribuzione del valore aggiunto nel 2018.

Fonte: Sostenibilità condivisa – primo rapporto dati anno 2018, redazione dicembre 2019

Dove, la remunerazione della Pubblica Amministrazione viene intesa sotto forma di imposte dirette ed indirette pagate ai Comuni aderenti al consorzio e ai Consigli di Bacino e per remunerazione dei finanziatori come oneri sostenuti nei confronti dei finanziatori.

Infine, nonostante tra il quinquennio di riferimento ci sia stato un incremento degli investimenti pari al 130%, questo non ha impattato in maniera negativa sulle tariffe presenti nelle bollette; infatti, mediamente una famiglia composta da 3 persone che consuma 150 metri cubi di acqua all'anno spende mediamente: se risiede in uno dei Comuni che ha preso parte al progetto Viveracqua 281 Euro all'anno, se fosse residente in un altro comune italiano l'importo aumenterebbe fino a 326 euro annui e, se residente in un Paese europeo, 551 euro all'anno.

CONCLUSIONI

Come abbiamo già evidenziato l'introduzione dell'articolo 2483 c.c. si è resa necessaria al fine di favorire la disintermediazione dal sistema bancario italiano. Tale previsione si colloca all'interno degli strumenti introdotti dal legislatore per finanziare in maniera alternativa le società e, in particolar modo, le P.M.I..

L'obiettivo è stato solo parzialmente raggiunto, in quanto le statistiche degli ultimi anni (come riportato nel Capitolo 1) dimostrano come il finanziamento bancario sia tutt'ora tra gli strumenti di approvvigionamento finanziario più utilizzato. Infatti, gli stessi titoli di debito presentano "*una rilevanza pratica piuttosto modesta*"¹⁹⁴ per il fatto che i soggetti legittimati alla sottoscrizione sono circoscritti ai soli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, che devono sottostare al regime di responsabilità previsto dalla normativa civilistica.

Nel corso degli anni sono state introdotte diverse previsioni per favorire la diffusione di questi strumenti finanziari tra le P.M.I., prima fra tutte quelle di natura fiscale previste dal Decreto Crescita fino ad arrivare alle recenti previsioni per cui è possibile negoziare i titoli di debito nei portali *online* destinati all'*equity crowdfunding* e per le s.r.l. di effettuare la cartolarizzazione degli stessi titoli.

Anche se alcuni autori hanno suggerito, al fine di stimolare maggiormente la diffusione dei titoli di debito tra le s.r.l., di valutare l'introduzione di alcune previsioni, tra cui: l'ipotesi di attribuire agli investitori poteri di monitoraggio sull'iniziativa così da compensare il regime di responsabilità a cui essi sono esposti oppure prevedere l'obbligatorietà della nomina di un organo di controllo o un revisore contabile e, dal punto di vista fiscale si potrebbero escludere, al verificarsi di determinate condizioni (come per esempio titoli di debito con scadenza a medio/lungo termine) dal limite della deducibilità degli interessi passivi ai sensi dell'art. 96 del T.U.I.R.¹⁹⁵.

L'evidenza empirica mostra¹⁹⁶, infatti, che le società, sia s.p.a. che s.r.l. che procedono all'emissione di *minibond* riscontrino effetti positivi derivanti da questa scelta di finanziamento alternativo. Le stesse società che appartengono al progetto Viveracqua consapevoli dei benefici

¹⁹⁴ CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio* in AA.VV. *Il Nuovo diritto delle società*, UTET, Torino, Vol. III, p. 749

¹⁹⁵ FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *Op. cit.*, p. 42

¹⁹⁶ Dati rilevati nel 6° Report italiano sui mini-bond, Osservatorio Mini-Bond, 2020, Politecnico di Milano

derivanti da queste tipologie di operazioni, hanno espresso l'interesse per avviare una terza emissione di *hydrobond*.

Pertanto, si auspica che le emissioni dei titoli di debito da parte delle s.r.l. registreranno ulteriori incrementi per effetto dell'introduzione delle recenti disposizioni sopra menzionate, al fine di disincentivare l'utilizzo massiccio di forme di approvvigionamento quali l'indebitamento bancario e il finanziamento dei soci per scongiurare sempre di più le problematiche collegate a quest'ultimi strumenti di finanziamento.

APPENDICE

Intervista al Dott. Simone Brugnera, Responsabile Area Minibond di Banca Finint e al Dott. Alberto Trivelli, Structured Finance Analyst FISG S.r.l.

Dott. Brugnera, nel corso degli anni il legislatore è intervenuto più volte in tema di strumenti di finanziamento alternativo, in particolar modo verso le s.r.l. italiane (dall'introduzione della possibilità di emettere titoli di debito, alla disciplina prevista in materia di *minibond*, fino alla recente possibilità prevista per i titoli di debito di essere collocati nei portali di equity crowdfunding). Alla luce di questi interventi normativi, quale pensa sia/siano stati gli strumenti più efficaci?

«In generale possiamo segnalare che il pacchetto legislativo previsto dal legislatore è stato particolarmente importante a partire dal c.d. Decreto Sviluppo, che ha dato il via al c.d. mercato dei Minibond (termine non felice dal punto di vista giuridico ma che contraddistingue oramai un segmento di mercato), ovvero le obbligazioni o titoli di debito emessi da società non quotate parificando pertanto il regime civilistico e fiscale delle società non quotate a quello delle società quotate.

Per quanto riguarda nello specifico il regime delle Srl italiane certamente di particolare importanza è stata la possibilità di consentire la sottoscrizione di emissioni da parte di Srl italiane da parte delle società veicolo per la cartolarizzazione; prima di ciò tale sottoscrizione era preclusa comportando quindi l'impossibilità da parte delle Srl italiane a partecipare alle c.d. operazioni di "basket bond".»

In merito alla disciplina dei *minibond* emessi nella forma di titoli di debito da parte delle s.r.l., qual è stato l'elemento distintivo che ne ha permesso il loro sviluppo nel mercato italiano?

«Dal nostro osservatorio di Banca Finint non notiamo un particolare sviluppo delle Srl rispetto a quello delle SpA alla luce di particolari norme in capo alle Srl. Anzi, sicuramente le Srl hanno una limitazione maggiore nella possibilità di procedere con un'emissione di Minibond a causa di alcuni limiti imposti dal Codice Civile, in particolar modo:

- *la necessità, eventualmente, di modificare lo statuto societario per specificare la possibilità di emettere titoli di debito;*

- *la preclusione di sottoscrivere titoli di debito sul mercato primario da parte di investitori professionali che non sono soggetti a vigilanza prudenziale.*

In merito allo sviluppo da parte delle Srl di questo mercato, segnalo come anticipato nella risposta precedente, la possibilità da parte delle Srl di emettere titoli di debito che vengano sottoscritti, sul mercato primario, da società veicolo per la cartolarizzazione, al pari delle SpA. Prima di tale modifica legislativa, era necessario prevedere che il titolo di debito fosse sottoscritto da un soggetto a vigilanza prudenziale (tendenzialmente una banca) con un aumento dei costi per l'operazione stessa andando quindi a limitare lo sviluppo di questo mercato per le Srl.»

Qual è il ruolo di Banca Finint nel mercato dei *minibond*?

«Il Gruppo Banca Finint è un operatore "globale" sul mercato dei Minibond, ricoprendo diversi ruoli e connotandosi sul mercato per il proprio carattere innovativo. Grazie all'attività complessiva del Gruppo Banca Finint, sono stati emessi oltre 140 Minibond per un valore complessivo di oltre 1 miliardo di Euro.»

Perché una società a responsabilità limitata, nelle scelte legate al finanziamento, dovrebbe utilizzare lo strumento del *minibond*?

«Premesso che tale risposta vale sia per le Srl che per le SpA, una società industriale riconosce nello strumento dei Minibond una fonte complementare (non alternativa) al canale tradizionale bancario.

Mi spiego meglio.

I vantaggi legati all'emissione sono molteplici, di seguito li indico nel dettaglio.

- *Culturali:*
 - *Disintermediazione dal Sistema Bancario.*
 - *Diversificazione delle fonti di finanziamento.*
 - *Superamento dello status di «PMI» grazie all'apertura e al confronto con i mercati di capitali.*
 - *Strumento per managerializzare la Società e dotarsi di metodi di pianificazione economico finanziaria evoluti.*
- *Reputazionali:*
 - *Propedeutico a un ulteriore raccolta di capitale di debito o di equity.*
 - *Sostanziale miglioramento dell'immagine aziendale con conseguenze positive in termini di opportunità commerciali e finanziarie.*

- *Miglioramento dello standing della società.*

- *Finanziari:*

- *Accesso a finanziamenti a medio/lungo termine flessibili e creati su misura, in base alle esigenze contingenti dell'Emittente.*
- *Rafforzamento struttura patrimoniale e finanziaria.*
- *Nessuna segnalazione in Centrale Rischi.»*

Quali potrebbero essere le criticità e i rischi collegati all'utilizzo dei *minibond* emessi nella forma di titoli di debito da parte delle s.r.l.?

«Non vedo rischi particolari all'utilizzo dei Minibond da parte delle imprese industriali in quanto emessi da una Srl rispetto ad una SpA. E' evidente che una Srl, solitamente, ma non è sempre così, ha un capitale sociale ed un patrimonio più limitato rispetto alle società per azioni, e pertanto nella politica industriale interna di valutazione delle fonti di finanziamento dovrà fare particolare attenzione ai livelli di indebitamento ed al costo finanziario dell'operazione, per ridurre il più possibile il rischio di non essere in grado di rimborsare tale debito finanziario con un conseguente impatto sul patrimonio aziendale.»

Dott. Trivelli, L'operazione Viveracqua Hydrobond, che rappresenta il primo caso italiano di cartolarizzazione di *minibond*. Come è nata questa idea? Che importanza ha rivestito nello scenario italiano?

«L'idea è nata mettendo a sistema il know how del gruppo Banca Finint sulle cartolarizzazioni, sul mercato dei Minibond e la grande esperienza in fatto di operazioni con la Banca Europea per gli Investimenti. L'operazione ha avuto molta risonanza sul piano nazionale ed europeo, in quanto si è trattato di una modalità di finanziamento virtuosa che, servendosi delle recenti modifiche normative e mettendo a sistema diverse società operanti nel settore idrico integrato, ha permesso a tali società di approvvigionarsi di finanza a condizioni vantaggiose, accedendo a risorse comunitarie altrimenti difficilmente raggiungibili. A riprova di ciò, l'operazione è stata annoverata tra le "operazioni dell'anno" da parte di BEI ed è stata citata come modello innovativo e ideale per finanziare investimenti da parte di utility di media dimensione.

(sul punto si veda: https://www.eib.org/attachments/general/bei_info/bei_info157_en.pdf)»

La suddetta operazione ha riscosso molto successo, tant'è che alcune emittenti hanno espresso il proprio interesse ad una nuova operazione. Le 2 s.r.l. emittenti (Acque Veronesi s.c.a.r.l. e Alto Trevigiano Servizi s.r.l.) hanno riscontrato delle criticità a seguito dell'emissione dei *minibond*? Se sì, di che genere?

«No, fino ad ora le operazioni di hydrobond e più in generale di basket bond sono sempre state portate avanti anche con società costituite in forma di SRL, ove permesso dalla normativa mantenendo tale forma societaria o, se del caso, a valle di una trasformazione in SPA qualora valutato opportuno dalla società in oggetto. Come anticipato nelle risposte precedenti, le recenti modifiche normative alla Legge 130/1999 hanno comunque superato questo tema, consentendo anche alle SRL la partecipazione alle operazioni di basket bond nei limiti di legge.»

RIFERIMENTI

BIBLIOGRAFIA

ABRIANI N., *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *Rivista di Diritto Societario*, Giappichelli Editore, n. 3/2019

BARTALENA, A., *I finanziamenti dei soci nella s.r.l.*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 2/2003

BIONE M., *Note sparse in tema di finanziamento dei soci e apporti di patrimonio*, in BENAZZO P., CERA M., PATRIARCA S. (a cura di), *Il Diritto delle società oggi*, Utet Giuridica, Torino, 2011

BIRINDELLI G., MODINA M., *Imprese, banche e finanza. Le evidenze di un'analisi territoriale alla luce della crisi finanziaria*, Franco Angeli Editore, Milano, 2010

BOTTANI P., *Analisi della sostenibilità dell'indebitamento finanziario nelle piccole e medie imprese*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 23/2008

BRIOLINI F., *L'emissione e la sottoscrizione dei titoli di debito* in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2016

BUSANI A., *Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni*, in *Le Società*, n. 1

CABRAS G., sub art. 2483, in NICCOLINI G., D'ALCONTRES STAGNO A. (a cura di), *Società di capitali, Commentario*, vol. III, Editore Jovene, Napoli, 2004

CAGNASSO O., *P.M.I. in forma di s.r.l. e disciplina del bilancio d'esercizio*, in *Il nuovo diritto delle società*, n. 1/2018

CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio* in AA.VV. *Il Nuovo diritto delle società*, UTET, Torino, Vol. III

CAMPOBASSO M., *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"?* in IRRERA M. (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi*, Giappichelli Editore, Torino, 2020

CANALINI V., *I c.d. "mini-bond" e le "nuove" obbligazioni subordinate e partecipate ai sensi del decreto sviluppo*", in *Le Nuovi Leggi Civili Commentate*, n. 2/2015

CASALI P., *I titoli di debito nella società a responsabilità limitata*, in *Le Società*, n.12/2005

CIAN, M., *Le competenze decisorie dei soci*, in IBBA C., MARASÀ G. (a cura di), *Trattato delle società a responsabilità limitata*, Vol. IV, Cedam, Padova, 2009

CIAN. M. *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote "finanziarie" e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.?* in IRRERA M. (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi*, Giappichelli Editore, Torino, 2020

- COLAVOLPE A., *Sottocapitalizzazione “nominale” e “riqualificazione” forzata dei prestiti dei soci alla società in apporti di “capitale di rischio”*, in *Le Società*, n. 6/2004
- CONTRINO A., *La normativa fiscale di contrasto della “thin capitalization”*, in *Diritto e Pratica Tributaria*, n. 6/2005
- CORSO S., *S.r.l. – PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori*, in *Banca Borsa e titoli di credito*, n. 6/2019
- CORTESE F., DI NALLO L., RENZULLO E., *Le condizioni per la diffusione dei minibond*, IPE Business School, Working paper n. 8, 2016
- DACCO' A., *I sub modelli di s.r.l.*, CIAN M. (a cura di), *Diritto commerciale III. Diritto delle società*. Giappichelli Editore, Torino, 2017
- DACCO' A., *La s.r.l.: la struttura finanziaria*, in CIAN M. (a cura di), *Diritto commerciale III. Diritto delle società*. Giappichelli Editore, Torino, 2017
- DE ANGELIS L., *La s.r.l. cent'anni dopo: una società à la carte*, in *Le Società*, n. 6/2018
- DEMURO I., *Alcune osservazioni sui titoli di debito nelle società a responsabilità limitata*, in *Giustizia Civile*, n.11/2004
- FACCHIN N., *Sottocapitalizzazione: riforma societaria: la qualificazione dei finanziamenti dei soci alla società*, in *Impresa Commerciale Industriale*, n. 9/2003
- FANTETTI, F.R., *I titoli di debito delle s.r.l. come fonte di finanziamento alle imprese*, in *Il Sole 24h*, 13 gennaio 2017.
- FICO D., *Riflessioni sui titoli di debito emessi dalla s.r.l.*, in *Le Società*, n.2/2010
- FIMMANO' F., *Gli strumenti finanziari nella società a responsabilità limitata*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, n.1/2005
- FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *Dinamiche del credito alle PMI e riflessioni operative*, 2017
- FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *Il finanziamento delle società a responsabilità limitata: i titoli di debito*, 2019
- FREGONARA E., *Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nelle società a responsabilità limitata innovative “chiuse”*, in *Banca Borsa e titoli di credito*, n. 5/2017
- GABELLI M., *Società 2019*, Editore IPSOA, 2019
- GRECO G. L., *L'emissione di cambiali finanziarie da parte di società a responsabilità limitata alla luce del nuovo art. 2483 c.c. e delle nuove disposizioni attuative dell'art. 11 del testo unico bancario*, Studi e Note di Economia Anno XII n.1/2007
- GUFFANTI E., SANNA P., *I Fondi di credito*, in *Le Società*, n. 7/2016
- GULISANO A., DI PILLO V., *Cambiali finanziarie: profili civilistici, contabili e fiscali*, in *Bilancio e Reddito d'impresa*, n. 12/2012

LIBONATI B., *Diritto commerciale, impresa e società*, Giuffrè Editore, Milano, 2005

MEOLI M., *Cambiali finanziarie fino a 36 mesi*, in *Eutekneinfo*, 20 agosto 2012

MINNECI U., *La raccolta “alternativa” di capitale di debito da parte delle pmi*, in IRRERA M. (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi*, Giappichelli Editore, Torino, 2020

ODCED BIELLA, “*Minibond – strumenti di debito alternativi*”, Monografie “Il commercialista”, 2014

ODCED ROMA – Commissione diritto dell’impresa, a cura di GANDINI I., *Le forme non tradizionali di finanziamento all’impresa: i minibond*, 5 febbraio 2018

PATRIARCA S. (a cura di), *Codice commentato delle s.r.l.*, UTET Giuridica, Milano, 2007

PATRIARCA S., *Art. 2483 Emissione di titoli di debito* in BENAZZO P., PATRIARCA S. (a cura di), *Codice commentato delle s.r.l.*, UTET Giuridica, Milano, 2007

PATRIARCA S., *I titoli di debito della S.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, Giuffrè Editore, Milano, 2005

PORZIO M., *La società a responsabilità limitata e il mercato finanziario* in *Rivista delle società*, n.5/2004

RAGNI A., *Private equity, l’alternativa all’indebitamento*, in *PMI* n.1/2003

SPADA P., *L’emissione dei titoli di debito nella nuova società a responsabilità limitata* in *Rivista delle società*, n. 4/2003

STELLA RICHTER Jr M., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata* in *Rivista delle società*, n.4/ 2005

TALICE P., *Le nuove s.r.l., aspetti sistematici e soluzioni operative. Sottocapitalizzazione e finanziamento nelle Srl*, Fondazione Italiana del Notariato, n.1 /2014

TOMA G., *I minibond per le pmi*, in *PMI*, n. 2/2015

ZANARONE G., *Della società a responsabilità limitata, Il Codice Civile Commentario*, fondato da SCHLESINGER P. e diretto da BUSNELLI F.D., Tomo 1, Giuffrè Editore, Milano, 2010

ZARBO S., *Le nuove misure per favorire l’accesso al mercato dei capitali*, in *PMI* n. 10/ 2012

FONTI LEGISLATIVE, GIURISPRUDENZA, PRASSI

Circolare Assonime n. 40/E del 2007

Circolare Banca d’Italia n. 229 del 21 aprile 1999

Circolare dell’Agenzia delle Entrate n. 29/E del 2014

Circolare dell’Agenzia delle Entrate, n. 3/E del 2018

Circolare dell’Agenzia delle Entrate, n. 4/E del 2013

Consiglio Notarile del Triveneto, Massima I.J.1.

Consiglio Notarile del Triveneto, Massima I.J.2.

Consiglio Notarile del Triveneto, Massima I.J.3.

Risoluzione dell’Agenzia delle Entrate n. 54/E del 2009

SITOGRAFIA

Acque Veronesi s.c.a.r.l., Ieri e oggi.

Disponibile online su: www.acqueveronesi.it/pagina.asp?IdPagina=7 (consultato il 10 maggio 2020)

AIDAF (a cura di), L’Osservatorio AUB sulle aziende familiari italiane, 10° Edizione, Milano, 2018. Disponibile online su: <https://www.aidaf.it/> (consultato il 10 marzo 2020)

AIDAF (a cura di), Le imprese familiari in Italia, 2018. Disponibile online su: www.aidaf.it/aidaf/le-imprese-familiari/ (consultato il 10 marzo 2020)

Banca Finint, *Viveracqua Hydrobond - la prima cartolarizzazione di minibond*, 2015. Disponibile online su: <https://www.minibond.tv/it/viveracqua-hydrobond.php> (consultato il 10 maggio 2020)

Borsa Italiana, Asset Backed Securities, 2016.

Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/assetbackedsecurities.htm> (consultato il 29 maggio 2020)

Borsa Italiana, ExtraMOT PRO - La risposta di Borsa Italiana alle esigenze di funding delle corporate italiane, Banca d’Italia, 2014.

Disponibile online su: <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2013/extramotpro.htm> (consultato il 2 maggio 2020)

Cerved Know, Rapporto Cerved PMI 2017.

Disponibile online su: <https://know.cerved.com/imprese-mercati/rapporto-cerved-pmi-2017-2/> (consultato il 2 marzo 2020)

Cerved Know, Rapporto Cerved PMI 2019.

Disponibile online su: <https://know.cerved.com/uncategorized/rapporto-cerved-pmi/> (consultato il 2 marzo 2020)

Deloitte, *Cartolarizzazioni di mini-bond, focus sul trattamento prudenziale attuale e futuro*, Milano, 2015. Disponibile online su:

<http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/portal/minibond/documenti;jsessionid=338F1016018FB0A696A291EF9F16EDED> (consultato il 20 marzo 2020)

Istat, Censimento permanente delle imprese 2019: i primi risultati, 2020. Disponibile online su: <https://www.istat.it/it/archivio/censimento+permanente> (consultato il 19 maggio 2020)

Politecnico di Milano, Osservatori Entrepreneurship & Finance, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia, 2° quaderno di Ricerca*, 2019.

Disponibile online su: <http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/> (consultato il 13 marzo 2020)

Politecnico di Milano, Osservatorio Mini-Bond, 6° Report italiano sui mini-bond, 2020. Disponibile online su: <http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/> (consultato il 20 maggio 2020)

Viveracqua, *Relazione di sintesi*.

Disponibile online su: <http://www.viveracqua.it/presentazione.asp> (consultato il 2 giugno 2020)

Viveracqua, *Sostenibilità condivisa – primo rapporto 12 gestori d’acqua*, 2018. Disponibile online su: http://www.viveracqua.it/news_detail.asp?IdNews=94 (consultato il 3 giugno 2020)

Watson Farley & Williams, *Cartolarizzazione di mini-bond, l’esperienza internazionale*, 14 maggio 2015.

Disponibile online su:

<http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/portal/minibond/documenti;jsessionid=338F1016018FB0A696A291EF9F16EDED> (consultato il 20 marzo 2020)

