

LEZIONE 17

I TITOLI DI DEBITO DIVERSI DALLE OBBLIGAZIONI

I “**titoli di debito**” di cui alla lett. b) dell’art. 1, comma I/*bis*, TUF, costituiscono una categoria molto ampia e comprensiva, che di fatto risulta “altro” rispetto alle obbligazioni bancarie e “*corporate*” (come pure rispetto ai titoli del debito pubblico a carattere obbligazionario), ma in effetti si colloca “lateralmente” rispetto a queste, con un contenuto obiettivamente differente rispetto alle azioni e agli altri titoli di partecipazione.

Infatti, come si è già sottolineato (lez. 11), costituiscono **valori mobiliari**, insieme con le obbligazioni (v. lezione 9), gli “**altri titoli di debito**” **previsti da norme primarie e secondarie**¹, il cui contenuto corrisponde a una posizione giuridica soggettiva creditoria, cioè l’investitore è da considerare come un creditore nell’ambito di un rapporto obbligatorio con l’emittente degli strumenti finanziari-titoli di debito.

Pertanto, se è certamente presente nel nostro ordinamento giuridico una fattispecie “lata” (cioè, ancora più vasta) di titolo di debito, capace d’includere anche le obbligazioni, è pur vero che è più utile parlare di titoli

¹ Ci si riferisce, qui, all’art. 65, comma I, lett. d), Reg. Emittenti, dove si parla di “emittenti titoli di debito”, in relazione ai soggetti che emettono titoli di debito ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato in Italia (come MOT, TLX o MTS), precisando – al comma I/*ter* – che nel medesimo Regolamento s’intende per titoli di debito – oltre alle stesse obbligazioni – tutti i valori mobiliari, “ad eccezione dei valori mobiliari equivalenti ad azioni o che [...] conferiscano il diritto” – d’essere convertiti in azioni o titoli equivalenti. È da precisare, però, che la norma si riferisce esclusivamente a valori mobiliari, mentre le altre norme che qui andremo ad esaminare (e, in particolare quelle del codice civile) si riferiscono a titoli di debito che non costituiscono valori mobiliari di cui è possibile una libera negoziazione (v. *infra*; è da notare che la disposizione dell’art. 1, comma I/*bis*, lett. b, non menziona più – a differenza del vecchio comma II – il requisito della negoziabilità “sul mercato dei capitali”, perché non è detto che quei valori mobiliari risultino effettivamente negoziati su un mercato regolamentato interno, o che risultino effettivamente previsti come negoziabili da un regolamento di mercato concretamente in uso nel Paese; si pensi alle “quasi-obbligazioni” di cui all’art. 2411, ult. e penult. comma, c.c., come pure a quelle emesse da società non quotate e che non si rivolgono al mercato del capitale di rischio – ai sensi dell’art. 2447/*ter*, I comma, lett. e, c. c. – a fronte della costituzione di patrimoni destinati).

di debito come “*quidditas*”(cose) in varia misura differenti dalle obbligazioni e dove non solo il diritto alla remunerazione, ma persino quello al rimborso della sorte capitale potrebbe mancare in modo più o meno totale (mi riferisco qui all’art. 2411, ult. e penult. comma).

Dunque, è anzitutto da prendere in considerazione – all’interno di una fattispecie di titoli di debito in senso stretto – la tipologia introdotta dal nuovo diritto societario, a partire da quelli che possono essere emessi nella s.r.l. (ai sensi dell’art. 2483, comma I, c.c.), ma anche da quei titoli di debito “**non obbligazionari**” che possono essere emessi persino da una s.p.a. (ai sensi degli artt. 2346, comma VI, 2349, comma II², 2351, comma IV e 2376, comma II), nonché da quelli “**quasi-obbligazionari**”³ che possono essere emessi sulla base degli artt. 2411, III comma, 2447/*ter*, comma I, lett. *c* ed *f*, 2447/*sexies*, I comma, seconda parte, e infine 2447/*octies*, c.c., per non dire anche dalle società cooperative, ai sensi dell’art. 2526 c.c.

In ciascuna delle ipotesi appena elencate, **l’investitore⁴ assume la posizione del finanziatore**, cioè del titolare di una pretesa creditoria

² Le due disposizioni sono menzionate, all’interno del Reg. Emittenti, esclusivamente nell’art. 149/*bis*, al comma VII, dove – nel contesto della definizione del concetto d’ “interesse finanziario” (a sua volta, utilizzato dall’art. 149/*quater* per definire le cause d’incompatibilità per una società di revisione rispetto all’analisi dei conti di una quotata) – rileva il possesso non solo di azioni, obbligazioni, *warrant* e altri derivati emessi da una società soggetta a revisione, ma anche degli strumenti finanziari di cui agli artt. 2346, 2349 e 2351 c.c. Questi, dunque, sono considerati altro sia rispetto alle azioni (e agli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio) che rispetto alle obbligazioni. (e agli altri titoli rappresentativi di capitale di debito), ma anche rispetto a quei valori mobiliari e derivati “costruiti” su quelli già indicati.

³ In essi può mancare – in tutto o in parte – il diritto al rimborso, che è carattere proprio delle obbligazioni.

⁴ Sia esso da ascrivere o meno (come, ad es., nel caso dei titoli di debito emessi da una s.r.l., ex art. 2483 c.c.) nella categoria dei risparmiatori.

In realtà, l’art. 2483 prevede esclusivamente una responsabilità solidale dell’intermediario con l’emittente per l’adempimento delle obbligazioni recate dal titolo, nell’ ipotesi che il sottoscrittore – titolare del credito – corrisponda ad un risparmiatore e non sia socio della s.r.l. che lo ha emesso. Il riferimento più agevole – anche in tal caso – può essere ricavato (per quanto possa sembrare strano) dalla

nell'ambito di un rapporto obbligatorio, **anche se – per certi versi – è pure “partecipe” del rischio dell'impresa sociale**, e non solo per il fatto che la solvibilità del debitore è in funzione dell'andamento dell'impresa sociale.

1. I titoli di debito della s.r.l.

L'art. 2483, come si è già ricordato, prevede che l'atto costitutivo di una s.r.l. possa ammettere – anche a seguito di modificazione successiva alla costituzione della società – l'emissione di titoli di debito, in conseguenza di analoga decisione da parte dei soci o degli amministratori, determinando in quel caso limiti e modalità dell'emissione.

Si tratta di titoli emessi dalla società, che possono essere sottoscritti solo da **investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale**, i quali rispondono della solvibilità della s.r.l. emittente nei confronti del terzo cui siano stati successivamente ceduti i titoli di debito, a meno che si tratti di altro investitore professionale⁵ o di socio della medesima s.r.l. Il soggetto sottoscrittore deve essere dotato di determinati requisiti di professionalità, o deve essere un investitore in grado di valutare la permanente solvibilità dell'emittente, proprio perché in condizione di guardare dal di dentro le dinamiche dell'impresa sociale.

disciplina in materia di s.p.a., facendo riferimento ai cc. dd. "finanziamenti destinati", in funzione dei quali è possibile emettere anche degli strumenti finanziari (si tratta, come noto, di strumenti finanziari a carattere obbligazionario emessi in funzione della c.d. "finanza di progetto" – o project financing; v. R. SCIUTO, in AA. VV., Manuale di diritto del mercato finanziario, a cura di AMOROSINO, Milano, 2008, 417 ss.).

Dunque, la disposizione risolve ogni difficoltà nella responsabilità solidale dell'intermediario – *ex lege* e non aquiliana, dunque da riferire più al 2741 che al 2048 c.c. – più che nel risarcimento di un danno per colpa o dolo (che poi dovrebbe presupporre la prova di un nesso di causalità).

⁵ Si tratta – anche qui – di principi e regole in gran parte analoghe a quelle dettate dall'art. 2412 c.c. che fissa limiti all'emissione di obbligazioni.

In pratica, sembra evidente che quei titoli di debito siano emessi a fronte di un finanziamento erogato dal sottoscrittore a favore della società emittente, al fine di rendere più agevole la successiva dismissione, purché si tenga conto delle possibili difficoltà di trovare acquirenti fuori dal novero degli altri intermediari soggetti a vigilanza prudenziale e dei soci della stessa s.r.l.

Infatti, il Legislatore ha considerato **questi titoli di debito** – anche in ragione della disciplina applicata all'emittente (specie per quanto attiene alla struttura patrimoniale) – **privi dei caratteri di solidità e affidabilità nei riguardi degli'investitori non professionali**⁶ che si reputano generalmente necessari per consentirne la libera circolazione sul mercato.

La s.r.l. non viene regolata come emittente capace di accedere direttamente al mercato finanziario, ma piuttosto necessita di un intermediario per accedere alle risorse finanziarie di cui ha necessità.

La **sanzione** – per la violazione dell'art. 2483, II comma, seconda parte, c.c. – cioè, la responsabilità solidale dell'ex titolare dei titoli di debito (che non sia anche socio della società sovvenuta⁷, ma sia piuttosto intermediario finanziario) qualora trasferisca i titoli di debito ad un non socio – renderà altamente probabile che la circolazione dei titoli di debito emessi da una s.r.l. resti circoscritta a quelle due categorie di soggetti. Fatte salve le

⁶ La mancanza di tali requisiti si lega:

1. all'assenza di un mercato regolamentato in cui sia possibile scambiare i titoli di debito;
2. alla necessità dell'intermediazione da parte di un istituto bancario o di altro intermediario finanziario che possa valutare il merito di credito dell'emittente dei titoli di debito, eventualmente fornendo la relativa garanzia.

⁷ Infatti, è da considerare, da un lato, che l'originaria sottoscrizione dei titoli di debito da parte di un intermediario finanziario – a fonte dell'erogazione di un finanziamento – implica che (quanto meno con riferimento al momento dell'emissione) lo stesso intermediario abbia espresso una valutazione positiva – in termini di merito di credito – del medesimo emittente, mentre d'altro canto è da rilevare come l'eventuale erogazione di risorse finanziarie da parte di un socio rimarrebbe nell'alveo dell'art. 2467, I comma, cioè della postergazione del socio-creditore, riguardo ai finanziatori "esterni", soprattutto nell'ipotesi di fallimento della società.

conseguenze in sede di eventuali procedure concursuali, è presumibile che – qualora acquisisca la consapevolezza di un relativo peggioramento delle condizioni economiche e/o patrimoniali della s.r.l. emittente, in quanto finanziata, l'intermediario finanziario possa tentare di mobilitare l'impiego anche dismettendo i titoli di debito corrispondenti.

Lo stesso intermediario finanziario troverà probabilmente conveniente solo un loro trasferimento ai soci della stessa società emittente, poiché solo la cessione, a quel punto fortemente improbabile, ad altro intermediario finanziario che chiederebbe di svalutare quel credito, riuscirebbe a ridurre l'esposizione verso terzi. Anche considerando il tenore letterale dell'art. 2467, II comma (lì dove si riferisce a finanziamenti “in qualsiasi forma effettuati” erogati allorquando sarebbe stato più ragionevole un conferimento), è da reputare che, con l'acquisto dei titoli di debito dall'intermediario il socio finisce per surrogarsi nella posizione dell'intermediario, ma assumendo di fatto i connotati del socio-finanziatore di cui all'art. 2467 c.c.

Da ultimo, a rimarcare meglio la ridotta considerazione – quanto ai titoli di debito emessi da una s.r.l. – sia della consistenza patrimoniale dell'emittente che delle altre garanzie patrimoniali che la stessa società può offrire per implementare la credibilità finanziaria di quei titoli per gli investitori, è il caso di procedere ad un sintetico confronto tra l'art. 2483, I comma (lì dove parla di “eventuali limiti”, all'emissione di titoli di debito, che possono essere previsti nella clausola dell'atto costitutivo che legittima la medesima s.r.l. alla loro emissione) e la norma inderogabile dell'art. 2412 c.c., là dove fissa i limiti all'emissione di obbligazioni nella s.p.a.

Non è dubbio che – a fronte di margini molto predeterminati nel secondo caso – è solo lo stesso atto costitutivo della s.r.l. a poter definire (magari, su imput degli intermediari, in sede di richiesta delle risorse finanziarie la cui

erogazione rappresenta il normale presupposto dell'emissione) limiti patrimoniali dell'emissione di titoli di debito.

Anche la prestazione di garanzie – personali o reali, da parte di un terzo che sia nel contempo socio della s.r.l. finanziata-emittente – potrebbe risultare tale da migliorare il merito di credito dell'emittente e quindi lo “*standing*” finanziario dei titoli di debito che lo stesso offre.

2. Gli strumenti finanziari emessi dalla s.p.a. e differenti da azioni e obbligazioni: gli strumenti finanziari partecipativi.

Anche la s.p.a., a seguito della riforma del diritto societario, può emettere titoli di debito differenti dalle obbligazioni e non riportabili né tra le azioni, né tra i *warrants*.

Mi riferisco qui ai **nuovi strumenti finanziari “partecipativi”**, di cui agli artt. 2346, comma VI, 2349, comma II e 2351, comma IV, e 2376, comma II, c.c.

Si tratta di strumenti finanziari, che – neanche, credo, tramite un'interpretazione estensiva – non possono essere riportati in quei valori mobiliari (di cui all'art. 1, comma I/*bis* del T.U.F., come novellato di recente) cui si riferisce la lett. d), menzionando “qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati alle precedenti lettere, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure”).

In effetti, l'impiego della locuzione “**titoli di debito**” qui – come *supra*, alla nota 1 e *sub* art. 65, comma I, lett. d), Reg. Emittenti, dove si parla espressamente di “emittenti titoli di debito” – è da intendere come non riferita ad azioni o a strumenti finanziari (come, ad es., i *warrants*) che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni.

In qualche modo, allora, tale locuzione appare sia più ampia e comprensiva di quella volta ad includere esclusivamente strumenti diretti a mobilitare

situazioni giuridiche soggettive debitorie, dal momento che l'obbligazione (sia relativa alla restituzione che alla remunerazione) risulta non del tutto definita, né nell'“*an*” (cioè, se si è realizzata una data obbligazione) né nel “*quantum*” (cioè, qual è la dimensione della suddetta obbligazione) – perché il titolo veicola pure un investimento sotto certi riguardi connotato da rischio (e non solo rischio di credito), in quanto partecipa del risultato di un'attività d'impresa commerciale.

Su questo versante, allora, tali titoli si prestano a dare veste giuridica al c.d. “**mezzanino**” (in inglese, *Mezzanine Finance*⁸, in tedesco *Mezzanine-Kapital*), cioè configurano, da un punto di vista squisitamente finanziario, una sorta di “terza via” tra *Equity* (azioni) e *Debts* (obbligazioni): se rappresentano una sorta di prestito (anche se, ad altri fini ad es. di

⁸ Il Mezzanino consiste in una forma di finanziamento che si colloca, considerando il profilo rischio/rendimento, in una posizione intermedia tra l'investimento in capitale di rischio e quello in capitale di debito, con una scadenza a medio termine generalmente superiore ai 5 anni. La componente di debito, generalmente in forma di debito subordinato rispetto al debito senior e remunerata con un tasso d'interesse, può essere assistita da garanzie reali e da diritti sulle azioni/quote della società finanziata.

Alla luce di tale importante caratteristica la remunerazione del finanziamento mezzanino è superiore a quella del *senior debt*, per effetto del maggior rischio implicito nell'operazione di *financing*.

La componente “capitale di rischio” è generalmente sotto forma di diritti (*warrant*, o *call options* ecc.) su titoli rappresentativi del capitale di rischio dell'impresa finanziata (cosiddetto “*equity kicker*”), che consente di beneficiare degli apprezzamenti del valore del capitale dell'impresa finanziata.

Nell'ambito delle operazioni di *private equity*, il finanziamento Mezzanino, grazie alla propria natura intermedia tra debito senior e capitale di rischio, è adatto a soddisfare esigenze particolari, quali:

- la volontà degli investitori istituzionali e/o degli azionisti di massimizzare l'efficienza della leva finanziaria senza ricorrere ulteriormente al debito senior;
- il fabbisogno di finanziamento complementare ad operazioni di finanza straordinaria, connesso alla crescita di un'impresa medio-piccola il cui azionariato non desidera subire gli effetti di una diluizione e/o la perdita del controllo che conseguirebbero all'emissione di nuovo capitale di rischio.

Le caratteristiche di flessibilità del prodotto lo rendono particolarmente indicato per le operazioni di *leveraged buy-out*, per le operazioni di riorganizzazione, industriale o finanziaria, e più in generale a supporto di operazioni finanziarie di natura straordinaria.

legislazione bancaria o di regolazione d'intermediari finanziari⁹, viene incluso tra i mezzi propri nei cc. dd. coefficienti patrimoniali prescritti dalla vigilanza), questo deve considerarsi subordinato (“postergato”) rispetto alle ragioni degli altri creditori sociali in quanto titolari di “*Senior Debt*”, come avviene per le obbligazioni quotate.

In caso di scioglimento e liquidazione dell'impresa sociale (o di apertura del concorso, in sede di fallimento della società), i titolari di strumenti finanziari partecipativi (ai sensi degli artt. 2346, comma VI, 2349, comma II e 2351, comma IV, e 2376, comma II, c.c.) concorreranno alla ripartizione dell'attivo solo quando siano stati integralmente soddisfatti gli altri creditori sociali e prima di cominciare l'eventuale ripartizione del residuo attivo tra gli azionisti.

Questa “**partecipazione al rischio**” dell'impresa emittente – per i titolari degli strumenti finanziari partecipativi – viene compensata, durante l'esistenza della società, con una remunerazione che aggiunge una parte variabile parametrata sull'andamento dell'impresa sociale, ad es., come aliquota del margine operativo lordo. Si tratterà, allora, di un'aggiunta all'eventuale parte fissa, che quando prevista risulterà già in termini più cospicui rispetto alla remunerazione del *senior debt*. Quindi, sussiste sempre una “**partecipazione al risultato**” dell'impresa sociale idoneo a compensare il maggior rischio che si presume utile, ma potrebbe pure risultare concretamente in perdita, incidendo allora sulla “sorte-capitale” e riducendo così il valore nominale degli strumenti finanziari partecipativi.

Altri **strumenti finanziari partecipativi**, come già accennato in precedenza, sono previsti dall'art. 2526 c.c. a proposito **delle società cooperative**. In merito, è opportuno rilevare che la riforma – nell'ottica di un cospicuo ampliamento della capacità di questa tipologia di società di

⁹ Con ciò si spiega come e perché possono essere realizzate operazioni di emissione di strumenti finanziari consistenti in valori mobiliari del tipo *covered warrant* da parte di banche o intermediari finanziari appartenenti a gruppi bancari e collocati

accesso alle risorse finanziarie disponibili sul mercato – ha completamente escluso la rilevanza della distinzione tra cooperative a mutualità prevalente e non, talché anche le prime sono legittimate a raccogliere risorse finanziarie emettendo strumenti finanziari partecipativi ai sensi dell'art. 2526 c.c.

Secondo quanto si è appena evidenziato, la decisione di emettere strumenti finanziari partecipativi è atta ad incidere sulla struttura finanziaria della società “orientando” l'utilizzo delle componenti attive del conto economico della società con la previsione di una voce “di confine” (cioè, tra le passività reali e quelle “ideali” dello stato patrimoniale. Dal margine operativo si deve detrarre quanto deve essere pagato ai titolari degli strumenti partecipativi prima di giungere al vero e proprio risultato d'esercizio, da prendere in considerazione per verificare la sussistenza di utili o perdite d'esercizio.

3. Gli “ibridi” obbligazionari e gli strumenti finanziari di partecipazione ad un patrimonio destinato.

Più vicini alle obbligazioni (quindi, più facili da ricondurre nella categoria dei titoli di debito, per i caratteri della situazione giuridica soggettiva che attribuiscono ai titolari nei confronti dell'emittente) risultano i cc. dd. “**ibridi obbligazionari**”, di cui all'art. 2411, III comma, che espressamente condizionano solo “i tempi e l'entità del rimborso” all'andamento economico della società emittente.

Non si tratta dell'*an debeatur*, cioè se sia dovuta o meno la restituzione dell'obbligazione – come nelle ipotesi appena considerate degli strumenti finanziari partecipativi –, ma piuttosto del “*quando*” e del “*quantum debeatur*” (l'espressione si riferisce non al momento dell'adempimento, ma all'entità del pagamento). In sostanza, si tratta di elementi accessori che non

influenzano la causa, ma i suoi modi di esercizio nonché la sussistenza di un'obbligazione di restituzione.

Inoltre, nella tipologia devono essere ricompresi anche quei titoli di debito – denominati “**strumenti finanziari di partecipazione ai patrimoni destinati**” (di cui agli artt. 2447/*ter*, I comma, lett. *e* ed *f*, 2447/*sexies*, I comma, seconda parte, e infine 2447/*octies*, c.c.), che pure potrebbero essere ricondotti nella fattispecie dell'art. 2411, comma III, c.c., se non fosse per la deroga al principio della responsabilità patrimoniale generica (di cui all'art. 2740 c.c.).

Ai sensi degli artt. 70/*bis* e 90/*bis* Reg. Emittenti (adottato dalla CONSOB con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successivamente implementato e modificato), sussistono una serie di **doveri informativi** a carico degli emittenti che hanno costituito patrimoni destinati. Si tratta di obblighi utili al mercato per sapere che – a seguito di quella decisione straordinaria – la responsabilità patrimoniale generica della società risulta “parcellizzata”, ma soprattutto per sapere che su quella stessa base la società può emettere nuovi titoli di debito – gli strumenti finanziari di partecipazione, appunto – caratterizzati da una condizione di rischio specifico oggettivamente differente rispetto agli altri ibridi obbligazionari.

In questo caso non solo possono risultare specifiche condizioni cui soggiacciono il diritto alla restituzione e/o al rimborso degli strumenti finanziari di partecipazione, ma questi strumenti finanziari (o, al limite, una classe degli stessi) potrebbero essere stati dotati anche di diritti partecipativi allo specifico affare.

Procedendo con ordine, occorre considerare distintamente:

- **il diritto al rimborso;**
- **il diritto alla remunerazione;**
- **l'eventuale partecipazione ai risultati utili dell'affare.**

Il **diritto al rimborso** degli strumenti finanziari di partecipazione¹⁰ risulta privilegiato rispetto alle pretese degli altri creditori sociali rispetto alla ripartizione del risultato della liquidazione e/o del prezzo ricavato dalla vendita in blocco del patrimonio destinato che sia contestuale alla cessione a terzi dell'affare.

Analogamente, pure il **diritto alla remunerazione** periodica è da ritenere privilegiato rispetto ad eventuali pretese dei creditori sociali.

Viceversa, ritengo che un'eventuale distribuzione ai titolari degli strumenti finanziari di **partecipazione di risultati utili** rivenienti dall'affare presupponga sia che la società abbia proceduto nell'operazione – e, quindi, che in caso di fallimento, la curatela abbia ritenuto di proseguirne l'esecuzione in vista dell'affare –, sia che lo stesso affare abbia prodotto quei proventi cui i titolari degli strumenti, in quanto autori di un apporto, sono chiamati a partecipare.

Il diritto alla remunerazione periodica postula solo due dati di fatto, cioè il **decorso del tempo** e la **mancata restituzione**.

Il **pagamento della parte variabile della remunerazione**, legata all'eventuale partecipazione dei titolari degli strumenti finanziari di cui all'art. 2447/*ter*, I comma, lett. *e*) e ad apporti effettuati anche ai sensi della lett. *d*), **richiede anche la verifica dell'effettività di proventi dell'affare**. Questi ultimi dovranno essere constatati nel rendiconto redatto ai sensi dell'art. 2447/*septies*, II comma, c.c., ed allegato al bilancio della società emittente.

A tal fine, risulta estremamente rilevante la previsione della lett. *f*) dello stesso art. 2447/*ter*, I comma, c.c., lì dove impone le medesime condizioni (di cui all'art. 2-*bis*, comma IV, Reg. Emittenti) per affermare la diffusione

¹⁰ Che costituisce, peraltro, anche il presupposto per l'applicazione degli artt. 155-156 l. fall. in sede concorsuale.

degli strumenti finanziari che costituiscono titoli di debito¹¹, quando sussistano a proposito degli strumenti finanziari di partecipazione al patrimonio destinato.

¹¹ Chiaramente, i due limiti di cui al IV comma devono essere “adeguati” (almeno *in parte qua*) per adattarli al contesto del patrimonio destinato. È quest’ultimo, cioè, a dover raggiungere l’ammontare che il predetto IV comma riferisce invece al patrimonio netto dell’emittente obbligazioni che si dicono diffuse, mentre il numero dei titolari degli strumenti di partecipazione di cui si sostiene la diffusione non può scendere sotto le 200 unità. Se sussistono queste condizioni, il controllo contabile dell’emittente compete sempre ad una società di revisione, a meno che la sottoscrizione degli strumenti finanziari non sia riservata ad investitori qualificati (quindi non riconducibili alla categoria dei risparmiatori-investitori, corrispondente agli operatori non qualificati).