

# ExtraMOT PRO<sup>3</sup>

## Newsletter 2° trimestre 2020

<b>1</b> <b>Il mercato sotto la lente</b>	<b>2</b> <b>Il listino</b>  I nuovi Emittenti su ExtraMOT PRO <sup>3</sup>  I principali fatti di rilievo	<b>5</b> <b>Parola a Wiserfunding</b>  Una valutazione del mercato dei mini-bond Italiano alla luce della attuale fase recessiva	<b>11</b> <b>Parola allo Studio Legale Orrick, Herrington &amp; Sutcliffe</b>  <b>Tremonti Ambientale: la storia infinita di una agevolazione negata</b>
--	--	---	---

### Il mercato sotto la lente



Nel secondo trimestre 2020, nonostante l'emergenza globale legata al Covid-19, sono state accolte con orgoglio nuove società sul listino dedicato alle PMI in crescita.

In questo trimestre abbiamo, infatti, avuto il piacere di dare il benvenuto su ExtraMOT PRO<sup>3</sup> a 2 nuovi emittenti, oltre ad accogliere con altrettanto piacere le nuove emissioni di 3 emittenti già presenti sul nostro mercato. I 5 nuovi strumenti sono stati emessi da 4 Madonne Caseificio dell'Emilia S.C.A., Tomasi Auto S.r.l., Archimede Investments S.r.l., Plissé S.p.A. e Davis & Morgan S.p.A..

Fieri delle realtà industriali che in questi anni abbiamo accolto su ExtraMOT PRO<sup>3</sup> e delle loro storie così particolari e affascinanti, siamo lieti di accompagnarle nel loro percorso di crescita anche in un momento così sfidante.

Buona lettura!

Pietro Poletto

Responsabile Mercati Obbligazionari - LSE Group

### Le novità

Nonostante il momento così particolare e impegnativo che stiamo vivendo, mossi dal continuo desiderio di collaborare con le nostre società ed accompagnarle nel processo di crescita, per dare il benvenuto ai nuovi emittenti, siamo felici di poter offrire loro la possibilità di registrare alcune brevi "pillole video". Le pillole risponderanno a tre domande predefinite e verranno poi montate in un unico video che verrà pubblicato su ExtraMOT PRO<sup>3</sup> LInK, il portale di riferimento del mercato ExtraMOT PRO<sup>3</sup>.

L'obiettivo è quello di contribuire nel dare visibilità e lustro alla vostra società e al processo virtuoso di crescita che avete intrapreso scegliendo di rivolgervi al mercato dei capitali e a Borsa Italiana per finanziare il vostro processo di sviluppo.

Per maggiori informazioni, scrivetece a [prolink@borsaitaliana.it](mailto:prolink@borsaitaliana.it)

### I principali indicatori

	QUOTATI A FINE MESE	TRIMESTRE (APR-GIU)
Numero Strumenti in negoziazione	161	5
di cui Cambiali Finanziarie	0	0
Numero Emittenti	113	2
Ousting Emesso (ML euro)	4,379	14,55
Contratti (numero)	53	89
Controvalore (euro)	7.276.512,00	11.983.004,00

## Il listino - le nuove società

### **Caratteristiche Emissione**

Outstanding: 10.000.000 EUR  
Scadenza: 31/12/2032  
Tasso: 4,80%+25%Euribor6M  
Rimborso: Amortizing

### **Soggetti Coinvolti**

Studio Legale: Orrick, Herrington & Sutcliffe  
Advisor:  
Arranger: Foresigh Group LLP  
Revisore Legale: Luigi Tricoli



### **Caratteristiche Emissione**

Outstanding: 100.000 EUR  
Scadenza: 15/05/2021  
Tasso: 4,50%  
Rimborso: Bullet

### **Soggetti Coinvolti**

Studio Legale: -  
Advisor: Frigiolini and Partners  
Arranger: -  
Revisore Legale: BDO Italia S.p.A.



## Il listino - le altre emissioni del trimestre

### **Caratteristiche Emissione**

Outstanding: 3.500.000 EUR  
 Scadenza: 24/06/2027  
 Tasso: Step Up  
 Rimborso: Bullet

### **Soggetti Coinvolti**

Studio Legale: BLF Studio Legale  
 Advisor: -  
 Arranger: -  
 Revisore Legale: BDO Italia S.p.A.

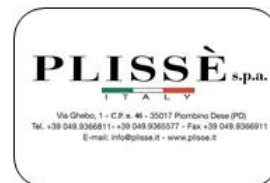


### **Caratteristiche Emissione**

Outstanding: 750.000 EUR  
 Scadenza: 12/06/2022  
 Tasso: 4%  
 Rimborso: Bullet

### **Soggetti Coinvolti**

Studio Legale: -  
 Advisor: Frigiolini and Partners  
 Arranger: -  
 Revisore Legale: Monica Fontana



### **Caratteristiche Emissione**

Outstanding: 200.000 EUR  
 Scadenza: 03/04/2021  
 Tasso: 3,50%  
 Rimborso: Bullet

### **Soggetti Coinvolti**

Studio Legale: -  
 Advisor: Frigiolini and Partners  
 Arranger: -  
 Revisore Legale: PRM Società di Revisione S.r.l.



## Il listino - News

In data 30 giugno 2020, Clabo S.p.A. procederà al pagamento della sola quota interessi, mentre la quota capitale sarà rimodulata nel nuovo piano di ammortamento che sarà oggetto di approvazione di una convocanda assemblea che si terrà dopo la data del 30/06/2020.

A partire dal 30 giugno 2020, il prestito obbligazionario "TREVI GROUP TF DC24 EUR" (Cod. ISIN IT0005038382) negozierà in modalità Corso Secco.

In data 5 agosto 2020, i prestiti obbligazionari "YACHTLINE TF GN21 AMORT EUR" (Cod. ISIN IT0005188716) e "YACHTLINE TF DC22 AMORT CALL EUR" (Cod. ISIN IT0005188708) sono stati delistati su richiesta dell'Emittente.

A partire dal 14 agosto 2020 il prestito obbligazionario "WIVA GROUP TF 6,5% FB22 AMORT CALL EUR" (Cod. ISIN IT0005159204) negozierà in modalità Tel Quel.

# Parola a Wisefunding

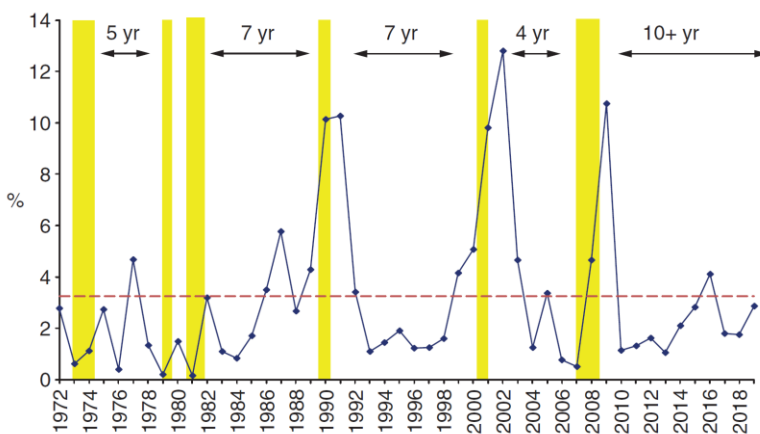
## Una valutazione del mercato dei mini-bond Italiano alla luce della attuale fase recessiva



Sono passati quattro anni da quando abbiamo iniziato l'avventura con Wisefunding. Sono stati anni intensi di crescita e sviluppo per la società, prima in Europa ed ora anche in Asia e Nord America. Essendo il Professor Altman uno dei fondatori della società, siamo sempre stati esposti in prima persona ai suoi continui aggiornamenti sullo stato di salute dei mercati. Già all'inizio del 2019, il Professor Altman nel suo rapporto annuale aveva giustamente osservato come si potessero notare dei segnali di un imminente tracollo del credito il cui principale catalizzatore era identificabile nel declino del PIL della Cina.

L'immagine riportata nella Figura 1 e' una delle sue preferite. Mostra, infatti, come i tassi di default del mercato delle obbligazioni high yield tendano a raggiungere il picco, subito dopo una crisi economica (rappresentata dalle barre gialle). Questo per due ragioni: perche' ovviamente il numero di aziende che va in default aumenta significativamente durante una crisi, ma anche perche' il numero di nuove emissioni cala drasticamente. L'altro elemento importante da rilevare e' che fino a pochi mesi fa eravamo all'interno del ciclo economico positivo piu' lungo dal dopoguerra.

Figura 1



### Gabriele Sabato

Gabriele è un esperto di Risk management che ha lavorato e fatto ricerca in questo campo per più di 15 anni. Prima di fondare Wisefunding, Gabriele ha ricoperto vari ruoli dirigenziali in banche e società di consulenza, tra cui Royal Bank of Scotland, Ulster Bank, ABN AMRO ed Experian. Dopo aver concluso il suo dottorato di ricerca alla Stern School of Business di New York sotto la supervisione del Prof. Altman, Gabriele ha pubblicato molti articoli sul Risk management ed il finanziamento delle piccole e medie imprese su vari importanti giornali accademici, tra cui il Journal of Banking and Finance, il Journal of Financial Services Research e l'ABACUS.

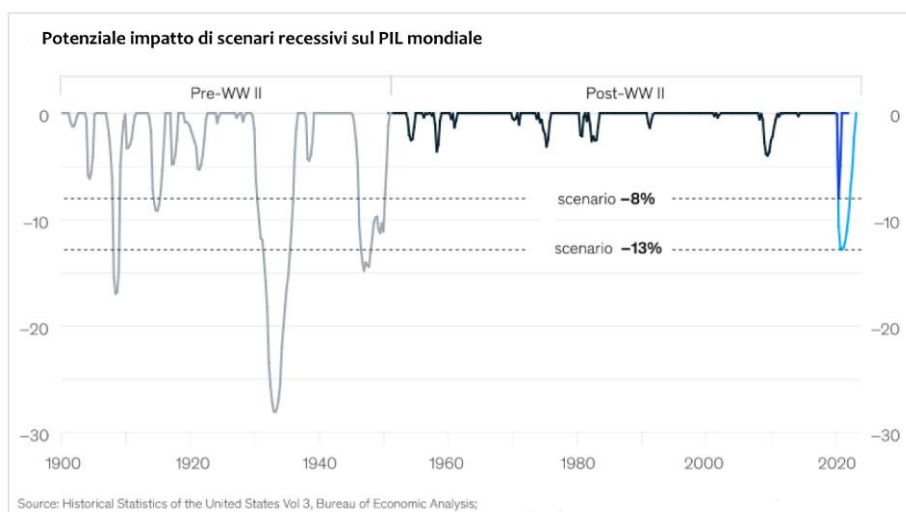
Periods of recession: November 1973 to March 1975, January 1980 to July 1980, July 1981 to November 1982, July 1990 to March 1991, April 2001 to December 2001, and December 2007 to June 2009. Benign credit cycles are approximated. All rates annual. Sources: National Bureau of Economic Research and author data.

## Parola a Wiserefunding

Quindi, possiamo dire che erano già alcuni anni che ci aspettavamo un cambiamento della situazione macroeconomica. Osservando la frequenza delle crisi nella Figura 1, si può notare che queste si erano presentate in media ogni 7 anni. Sebbene attesa, però nessuno poteva immaginare che il fattore scatenante della nuova recessione sarebbe stato una pandemia globale, che ha mietuto, e purtroppo continua a mietere, innumerevoli vittime in tutto il mondo. Ne si poteva immaginare la gravità di questa recessione economica, che in pochi mesi ha messo in ginocchio gran parte delle economie mondiali con crolli di PIL di gran lunga superiori a quelli visti dal secondo dopoguerra ad oggi (si veda Figura 2).

Avendo sviluppato i nostri modelli per la valutazione del credito solo tre anni fa, noi ci eravamo fin da subito preparati ad affrontare una fase recessiva costruendo un modulo macroeconomico, che potesse aggiornare in tempo reale lo stato del contesto macroeconomico all'interno dei nostri modelli, adeguando tutte le nostre metriche del rischio alla gravità degli eventi esterni. Questo fattore unico ed estremamente innovativo, ci ha permesso di fornire ai nostri clienti valutazioni del profilo di rischio delle imprese sempre aggiornate, che tenessero conto, sia dei mutamenti sistemici (macroeconomici) che di quelli idiosincratici (specifici alle caratteristiche dell'azienda valutata).

Figura 2



Sono ormai quattro anni che Wiserefunding ha il privilegio di essere partner ufficiale di Borsa Italiana per il mercato dei mini-bond. Questo ruolo ci permette di avere accesso a tutti i dati sugli emittenti che utilizziamo, insieme a quelli contenuti nei nostri database, per valutare il profilo di rischio delle società che emettono mini-bond. I nostri risultati sono continuamente messi a disposizione di Borsa Italiana e degli investitori istituzionali. Senza dubbio, questa posizione privilegiata ci ha dato la possibilità di accumulare un grande quantitativo di dati ed analisi sviluppando una comprensione molto approfondita dello stato di salute del mercato dei mini-bond in Italia e all'estero. Inoltre, essendo una società che opera in tutta Europa, abbiamo avuto la possibilità di confrontare frequentemente la qualità del mercato dei mini-bond italiano con quello di altri paesi europei.



### Lanfranco Alcaro Falchi Delitala

Lanfranco lavora dal 2019 come Credit Analyst in Wiserefunding.

Nei due anni successivi alla laurea è stato assistente presso la cattedra di Economia e Tecnica dei mercati mobiliari del dipartimento di Management dell'università La Sapienza di Roma, nonché presso l'università Nostra Signora del Buon Consiglio di Tirana.

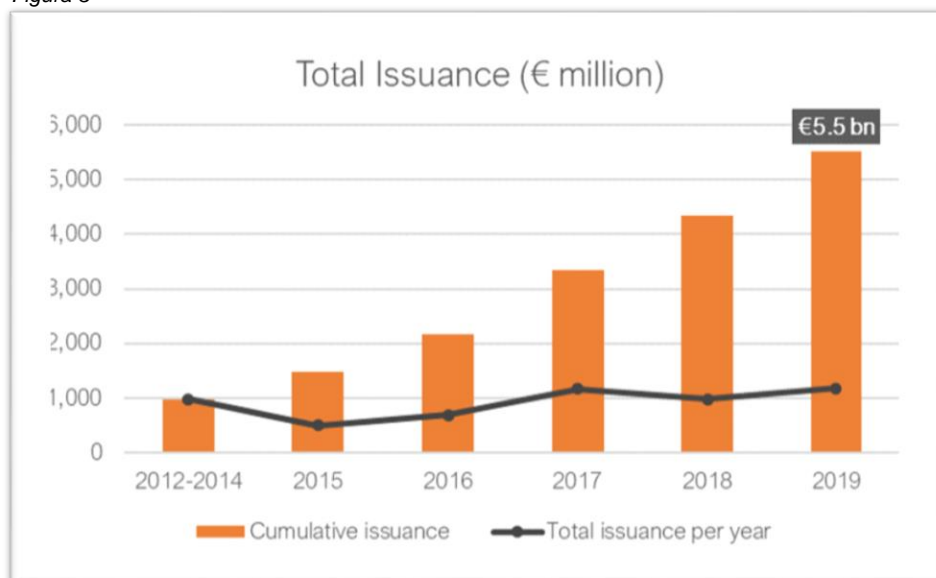
Ha inoltre partecipato al gruppo di studio e di ricerca nato dalla convenzione tra ICCREA Banca e la facoltà di Economia dell'Università "La Sapienza" di Roma concentrandosi sulla analisi dell'efficacia delle strategie di portafoglio.

Lanfranco si è laureato nel 2018 in "Intermediari, Finanza Internazionale e Risk Management" presso l'università di Roma La Sapienza.

## Parola a Wisefunding

Iniziamo proprio dal confronto con altri paesi in Europa. L'Italia vanta sicuramente un primato in termini di successo del mercato dei mini-bond (si veda Figura 3). Questo è particolarmente vero per le piccole e medie imprese. L'aver sin dall'inizio permesso solo ad investitori istituzionali di poter investire in mini-bond è stata certamente una scelta vincente. In paesi come l'Inghilterra o la Germania, dove i privati hanno avuto la possibilità di investire direttamente in mini-bond, si è assistito ad un abuso dello strumento per attirare investitori con una cultura finanziaria relativamente bassa che sono stati attratti da alti tassi di interesse senza comprendere appieno i rischi a cui andavano incontro. Il livello di fallimenti e truffe è salito rapidamente facendo perdere fiducia nello strumento, sia da parte degli investitori, che delle imprese.

Figura 3



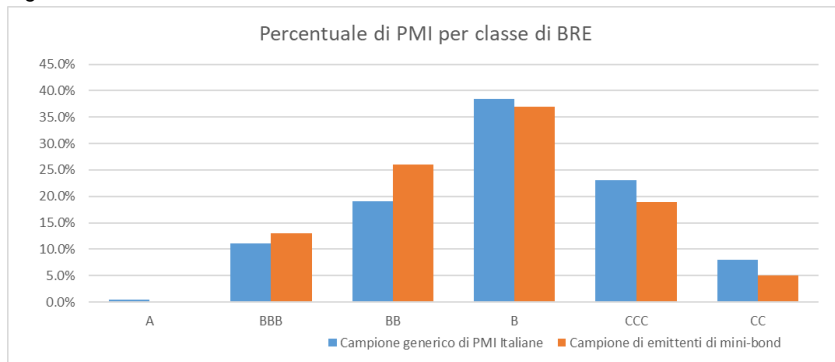
In altri paesi europei, dove il mercato dei mini-bond è stato aperto solo ad investitori istituzionali, come in Italia, si è assistito spesso ad un elevato processo di selezione avversa che ha portato le aziende più rischiose, che non potevano finanziarsi attraverso il sistema bancario, ad emettere mini-bond con un rischio molto elevato, ma spesso non percepito. Al riguardo, noi abbiamo sempre presentato il confronto in Italia tra un campione generico di imprese, costruito replicando le caratteristiche degli emittenti di mini-bond, e quello degli emittenti stessi. Negli ultimi quattro anni, la popolazione di imprese che ha emesso mini-bond è risultata avere sempre un profilo di rischio migliore delle imprese che utilizzano canali di finanziamento più tradizionali. Questo continua ad essere vero anche in un momento in cui il rischio delle imprese sta aumentando significativamente (Figura 4).



Wisefunding è una fintech specializzata nella valutazione del rischio di credito delle piccole e medie imprese (PMI). La valutazione del merito creditizio è messa a disposizione di società, investitori ed intermediari finanziari attraverso una piattaforma web. I modelli di scoring sviluppati da Wisefunding sono unici e rappresentano il punto di forza della società grazie ad un mix di variabili quantitative e qualitative che i fondatori di Wisefunding hanno individuato in oltre 10 anni di ricerca in questo ambito. A queste variabili, inoltre, vengono applicate delle trasformazioni matematiche che permettono di massimizzarne il valore informativo raggiungendo risultati molto alti in termini di capacità predittiva dei modelli. I fondatori di Wisefunding (Ed Altman e Gabriele Sabato) sono tra i maggiori esperti al mondo di modelli per valutare il rischio delle PMI. In particolare, il Prof. Altman ha inventato i modelli di score (Z-Score) nel lontano 1968. Ed e Gabriele sono stati i primi nel 2004 a sviluppare una specifica metodologia per le PMI e da allora hanno continuato a migliorare la loro conoscenza lavorando su modelli in vari paesi del mondo. Wisefunding si differenzia da tutti gli altri competitors sul mercato in quanto specializzata nella valutazione del merito creditizio delle PMI. Attraverso l'uso dei suoi sofisticati modelli per la stima del rischio di credito delle PMI, la società è in grado di fornire un'analisi completa, oggettiva e indipendente per aziende in Europa, Asia e Nord America. Wisefunding Italia S.r.l. è una società interamente detenuta da Wisefunding Ltd costituita a Londra nel 2016.

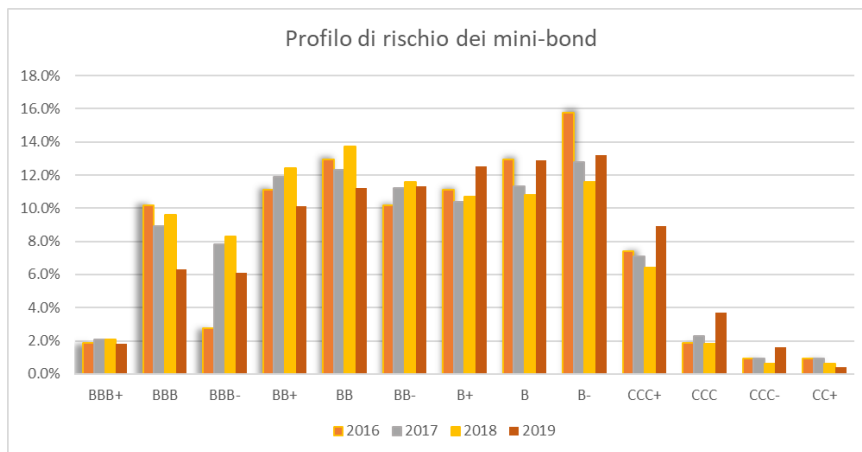
# Parola a Wiserefunding

Figura 4



Se guardiamo la qualità degli emittenti, si scopre che nel 2019 questa è leggermente deteriorata rispetto agli anni precedenti, a dimostrazione del fatto che l'economia aveva iniziato una fase decrescente anche prima dell'arrivo del Covid-19 (Figura 5). Il periodo di chiusura delle attività ha poi accelerato l'arrivo della recessione. Grazie agli interventi governativi a supporto delle aziende, i tassi di default restano ancora bassi, sia in Italia che nel resto dell'Europa. Purtroppo però, questi sono destinati a crescere una volta che gli effetti delle misure di supporto non saranno più sufficienti o verranno meno.

Figura 5

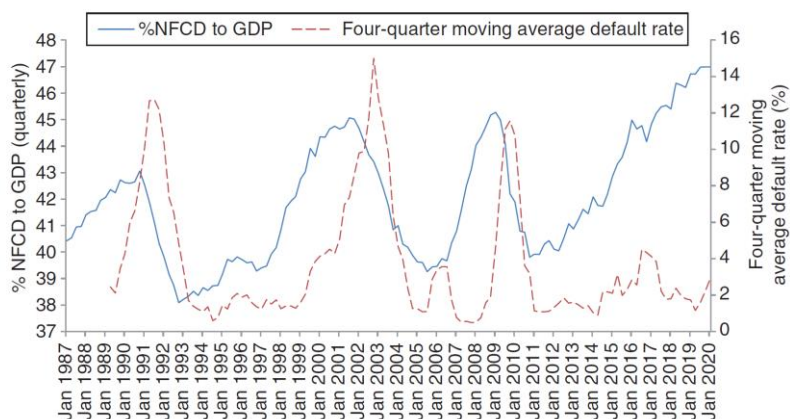


La maggioranza delle misure a supporto delle imprese messe in campo dai paesi europei si basa su strumenti di debito. Sebbene non ci fossero molte soluzioni alternative, questo ha causato un aumento esponenziale del livello del debito privato e pubblico in tutto il mondo, contribuendo ad alimentare la bolla creditizia. Tassi d'interesse vicini allo zero, iniezioni di liquidità da parte delle banche centrali e la relativa facilità per le imprese ad accedere a strumenti di debito stanno portando il rischio sistemico ad altissimi livelli. Se, come molti economisti si aspettano, la ripresa avverrà rapidamente (cosiddetta V shape recession), allora il debito potrebbe essere riassorbito rapidamente. Tuttavia, se così non fosse, il livello di debito nei mercati, attualmente ai massimi storici (si veda l'andamento della linea blu nella Figura 6), potrebbe avere un impatto devastante su molte delle economie occidentali.



## Parola a Wiserefunding

Figura 6



Sources: Federal Reserve Economic Data, Federal Reserve Bank of St Louis and Kroll Bond Rating Agency/Altman HY default rate data.

Molto di ciò che ci aspetta dipenderà dalla capacità di molte imprese di adattarsi alla nuova realtà che ci circonda. Adeguare il modello di business alle nuove esigenze e abitudini, a cui sfortunatamente ci ha abituato questa pandemia, sarà un must per le aziende che vorranno sopravvivere. Questo, ovviamente, vale per le imprese e per i lavoratori, che dovranno necessariamente aggiornare le loro competenze per poter trovare nuovi impieghi specialmente nei settori più colpiti come quello della distribuzione, turismo e ristorazione.

Le aziende più piccole avranno un vantaggio competitivo rispetto a quelle di dimensioni maggiori. Costi fissi relativamente più bassi e processi più semplici e lineari sono fondamentali per velocizzare l'adeguamento del modello di business. Speriamo che la maggioranza delle piccole e medie imprese sappia sfruttare al meglio questo vantaggio competitivo e possa guidare la ripresa economica.

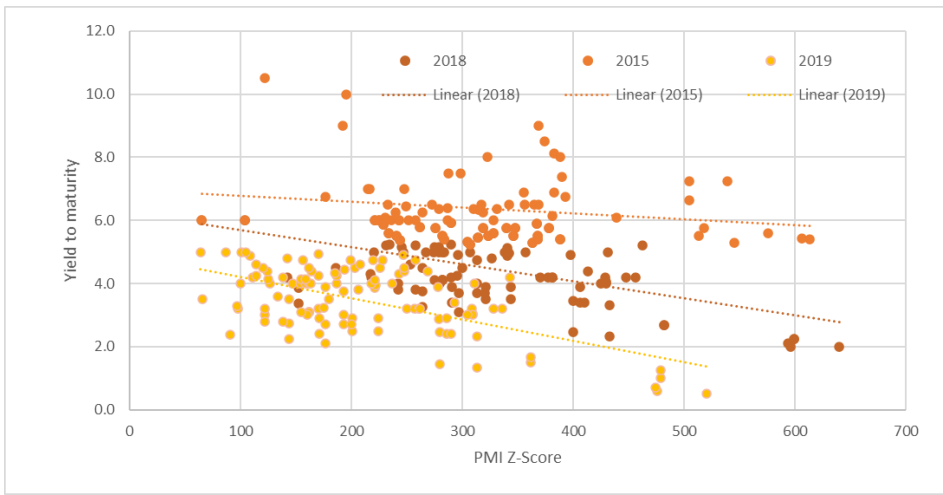
I mercati dei capitali alternativi, come quello dei mini-bond di Borsa Italiana, possono fornire un sostegno importante in questo momento difficile permettendo l'incontro diretto tra investitori e aziende. Questo sarà sempre più fondamentale per permettere un'efficiente allocazione dei capitali e fornire una valida alternativa al canale bancario che potrebbe soffrire, come già avvenuto nel 2009, una crisi di liquidità a causa dell'aumento dei tassi di default.

Al riguardo, continuiamo a notare un miglioramento della correlazione tra rischio e rendimento. In particolare, utilizzando i dati dei mini-bond emessi sul mercato nel 2019 e confrontandoli con le emissioni del 2015 e del 2018, abbiamo osservato il rapporto tra il profilo di rischio, espresso dal nostro PMI Z-Score, e il rendimento offerto dalla cedola obbligazionaria. Come si può vedere nel grafico numero 7, l'inclinazione della curva di pricing continua ad aumentare. Questa è una notizia molto importante perché rappresenta un incremento dell'efficienza di tutto il mercato.

L'incapacità di offrire un giusto trade-off rischio/rendimento è un tipico esempio di moral hazard, che riduce drasticamente l'efficienza di un mercato, penalizzando le aziende più meritevoli, costrette a pagare un tasso più alto per sopperire al rendimento inadeguato offerto dalle imprese meno meritevoli.

# Parola a Wiserefunding

Figura 7



## Focus

# Tremonti Ambientale: la storia infinita di una agevolazione negata



## Flavio Notari

**Of Counsel**  
**Orrick, Herrington & Sutcliffe**

Flavio Notari, Of Counsel nello studio Orrick, Herrington & Sutcliffe, LLP, è membro del Technology Company Group.

Dottore Commercialista e Revisore Legale, ha maturato una significativa esperienza in affermati studi commerciali e legali, italiani e statunitensi.

Flavio vanta una solida conoscenza della fiscalità domestica, così come di quella internazionale. I suoi clienti sono soprattutto imprese nazionali tecnologiche e gruppi industriali multinazionali, che vengono seguiti nelle fasi di start up, scale up, processi di internazionalizzazione, così come per le problematiche di fiscalità delle operazioni straordinarie.

Advisor di acceleratori di imprese, e di numerose startup tecnologiche, Flavio segue con grande attenzione i percorsi di innovazione del tessuto imprenditoriale italiano, promuovendone la competitività e diffondendo la cultura del rischio.

Flavio è docente a contratto in Financial Accounting presso l'università americana John Cabot University.

Co-Fondatore di BAIA Italia - Business Association Italy America, contribuisce alla definizione della visione e strategia dell'associazione.

È Membro del gruppo di lavoro sulle startup innovative di AIAF – Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari.

È autore di diverse pubblicazioni in materia tributaria, e con frequenza relatore in convegni.

La Tremonti Ambientale, continua a rappresentare uno dei temi che desta maggiori perplessità tra gli operatori del settore del fotovoltaico. La vicenda relativa alla cumulabilità della Tremonti Ambientale con gli incentivi del conto energia, foriera di rilevanti effetti economici per il mondo energy, ha subito nel tempo continue evoluzioni, ma ancora oggi resta in un limbo; il TAR del Lazio, infatti, con due recenti ordinanze (cfr.: ord. 8.6.2020 n. 6085 e ord. 5.6.2020 n. 5981) ha disposto la “sospensione impropria” dei giudizi in attesa della definizione, da parte della Suprema Corte, della questione di giurisdizione. Una costruzione artificiosa, che si innesta su una cronistoria di eventi fin troppo articolata e che, tra l'altro, in un momento caratterizzato dalle contrazioni delle disponibilità finanziarie dovute all'emergenza epidemiologica da Covid-19, non ha aiutato i contribuenti che, il 30 giugno, hanno dovuto far fronte alla restituzione degli importi fruiti a titolo di Tremonti Ambientale, pena la perdita della tariffa incentivante.

Numerosi sono i profili di criticità della vicenda che ha determinato, per molti operatori, gravi pregiudizi di natura economico-finanziaria, con il rischio di compromettere la continuità aziendale stessa.

Senza ripercorrere la vicenda fin dalle origini, è bene sinteticamente ricordare come lo scompiglio sia iniziato nel 2017, quando il GSE sanciva la non cumulabilità della tariffa incentivante con la Tremonti Ambientale. Dopo la presentazione di numerosi ricorsi, con le sentenze del 29 maggio 2019, nn.6784 e 6785, il TAR Lazio ha annullato il comunicato GSE, pronunciandosi a favore della cumulabilità dei due benefici. Le speranze degli operatori, tuttavia, sono state nuovamente disattese con l'emanazione dell'art.36, comma 2, del dl 26 ottobre 2019, n.124 (il “Decreto Fiscale”) che ha stabilito il divieto di cumulo dei benefici fiscali previsti dall'art.6, commi da 13 a 19 della legge 23 dicembre 200, n.388 (cd. “Tremonti Ambientale”) e delle tariffe incentivanti spettanti ai sensi del III, IV e V Conto Energia; il mantenimento del diritto a beneficiare delle tariffe incentivanti è stato subordinato al versamento, in unica soluzione, di una somma equivalente alla variazione in diminuzione per l'aliquota di riferimento dell'anno in cui è stata effettuata la diminuzione del reddito per fruire della Tremonti Ambientale.

A nulla, inoltre è servito il provvedimento del Direttore dell'Agenzia delle entrate del 6 marzo 2020, n.114266 (il “Provvedimento”), che ha definito le modalità di restituzione e il relativo modello di comunicazione, stabilendo che le somme da versare debbano essere determinate applicando l'aliquota d'imposta vigente al tempo della variazione in diminuzione effettuata in dichiarazione relativa alla detassazione per investimenti ambientali e che detti importi devono essere versati senza possibilità di compensazione, con modello F24. Entro il 30 giugno, in aggiunta, gli operatori hanno dovuto presentare tramite PEC al competente Ufficio dell'Agenzia delle entrate la comunicazione in cui, oltre a dare evidenza della rideterminazione delle somme restituite, il contribuente ha dato indicazione dell'eventuale pendenza di giudizi aventi a oggetto il recupero delle agevolazioni non spettanti in virtù del divieto di cumulo, assumendo l'impegno a rinunciare agli stessi.

## Parola a Wiserefunding

In molti casi, infatti, le società di progetto non hanno ancora pienamente goduto dei benefici dell'agevolazione fiscale e, pertanto, il versamento sostenuto lo scorso 30 giugno ha generato significativa tensione finanziaria; il pagamento integrale dell'importo che le imprese sono state costrette a versare spesso è risultato superiore al beneficio fiscale effettivamente goduto. Sono frequenti, infatti, i casi in cui la variazione in diminuzione dell'imponibile, operata in sede di dichiarazione dei redditi per poter usufruire dell'agevolazione Tremonti Ambientale, ha generato perdite fiscali che non sono state ancora integralmente utilizzate dagli operatori, ovvero utilizzate in vigenza di un'aliquota d'imposta diversa rispetto a quella da considerare per determinare l'importo delle somme da versare per il perfezionamento della definizione in esame. Inoltre, in altri casi, nella vigenza delle passate disposizioni, alcuni operatori, al fine di usufruire dell'agevolazione concessa dalla Tremonti Ambientale, hanno presentato all'Amministrazione finanziaria un'istanza di rimborso; nonostante il rimborso non sia ancora stato erogato, gli operatori comunque hanno dovuto far fronte al versamento. Una situazione surreale. I medesimi pregiudizi hanno riguardato anche coloro che, nell'ambito dei contenziosi aventi per oggetto rilievi sulla spettanza della Tremonti Ambientale – in molti casi ancora pendenti – sono stati obbligati a "restituire" le somme riferibili all'agevolazione fiscale goduta (a seguito di soccombenza, ovvero anche a seguito del pagamento delle somme richieste a titolo di riscossione provvisoria in pendenza di giudizio).

Gli operatori del settore hanno, fin da subito, evidenziato come le restrittive modalità di restituzione previste dal provvedimento avrebbero creato problemi finanziari, riducendo l'*appeal* della sanatoria.

Molti, infatti, sono coloro che hanno impugnato il Provvedimento davanti al TAR, contestando l'illegittimità costituzionale del divieto di cumulo e l'illogicità del meccanismo restitutorio. Nel merito, come sopra ricordato, le recenti ordinanze del TAR si sono limitate a sospendere i giudizi, lasciando operativo il termine del 30 giugno, in ragione della avvenuta proposizione (tramite ricorso) da parte del GSE di un regolamento di giurisdizione davanti alla Corte di Cassazione. Le decisioni del TAR hanno, di fatto, lasciato senza soluzione gli operatori che, pur operando in un settore strategico, si vedono costretti a subire la decisione del legislatore senza poter aver accesso a una qualche forma di tutela necessaria per accertare la correttezza del percorso scelto dal legislatore stesso.

La situazione venutasi a creare, ha dato avvio a ulteriori contenziosi da parte di coloro che non hanno proceduto al versamento entro il 30 giugno, attendendo che la Cassazione faccia chiarezza, pronunciandosi sul regolamento di giurisdizione proposto dal GSE o nella speranza di un decreto del Ministro dello Sviluppo Economico, volto a chiarire la misura della sanzione sulla tariffa conseguente al mancato versamento della restituzione.

In tale nebuloso scenario, la soluzione più ragionevole sarebbe stata – in un momento di proroghe generalizzate dovute al Covid – quella di rinviare la scadenza dell'adempimento; ma così non è stato. Gli esiti incerti della vicenda, lasciano con l'amaro in bocca gli operatori che hanno, ormai, un ricordo lacerato del principio della certezza del diritto.



Fondato nel 1863 a San Francisco, Orrick è uno studio legale internazionale di cui fanno parte oltre 1100 avvocati basati in 25 sedi distribuite tra Stati Uniti, Europa, Africa ed Asia.

In Italia Orrick è presente dal 2003 presso le sedi di Milano e Roma, e conta oltre 120 professionisti tra cui avvocati abilitati alla professione in Italia, Inghilterra e Stati Uniti, in grado di fornire una consulenza qualificata sia in diritto italiano che nella common law.

Il core business di Orrick consiste nel prestare assistenza e consulenza legale in particolar modo ai settori tech, finance ed energy & infrastructure, con una costante attenzione all'innovazione: lo studio assiste più di 2.700 società tech e start-up innovative, tra cui 10 delle 25 società tech leader a livello globale secondo la rivista Forbes. Orrick inoltre è in prima linea nello sviluppo di nuovi tool legal tech, con l'obiettivo di fornire un'assistenza su misura per ciascuna esigenza specifica del cliente. Il Financial Times ha premiato Orrick come studio legale nordamericano più innovativo del 2016, 2017 e 2018, e secondo classificato nel 2019.

Orrick è riconosciuto tra i migliori studi legali in Italia e all'estero dalle più importanti directories di settore.

## Listing Sponsor

### Banca Finint

**Simone Brugnera**  
Responsabile Area Minibond  
dcm\_minibond@bancafinint.com

### Banca Sella

**Graziano Novello**  
Responsabile Corporate & Investment  
Banking  
graziano.novello@sella.it

### DLA Piper

**Luciano Morello**  
Partner  
luciano.morello@dlapiper.com

### Simmons & Simmons

**Simone Lucatello**  
Partner  
simone.lucatello@simmons-simmons.com

### Banca Finnat Euramerica

**Cristiano Galli**  
Senior Manager  
c.galli@finnat.it

### Orrick, Herrington & Sutcliffe

**Raul Ricozzi**  
Partner  
rricozzi@orrick.com

### CrowdFundMe

**Alberto Carniel**  
Responsabile Compliance  
a.carniel@crowdfundme.it

### Allen & Overy

**Emiliano La Sala**  
Counsel  
Emiliano.lasala@allenoverly.com

**Alessandra Pala**  
Counsel  
Alessandra.pala@allenoverly.com

### Siamosoci Mamacrowd

**Dario Giudici**  
Presidente del Consiglio di  
Amministrazione  
dario.giudici@siamosoci.com

### Consilia Business Management

**Carlo Arlotta**  
Partner  
carlo.arlotta@consiliabm.com

### ADB Corporate Advisory

**Emilio Troiano**  
Manager  
e.troiano@adbcorporate.it

**Davide Rainero**  
Senior Analyst  
d.rainero@adbcorporate.it

### Frigiolini & Partners

**Leonardo Frigiolini**  
Presidente del Consiglio di  
Amministrazione  
minibond@frigioliniandpartners.it

### Aeneis Partners

**Alexandre Vecchio**  
Director  
avecchio@aeneispartners.com

### C&G Capital

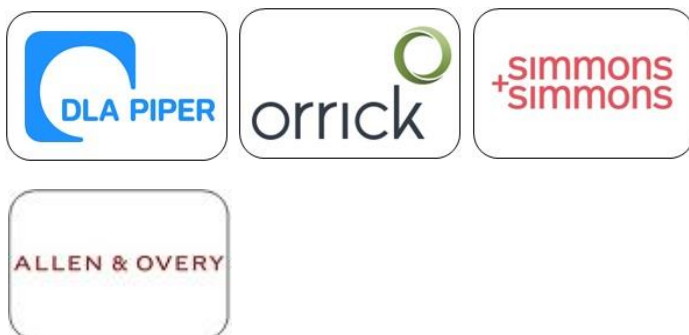
**Denis Gatto**  
Amministratore Delegato  
denis.gatto@cgcapital.it

# I nostri partner

## Advisor



## Studi legali



## Arranger



## Partner Istituzionali




## Investitori



### Contattaci - Partner

+ (39) 02 724261  
 prolink@borsaitaliana.it

### Contattaci - Società

+ (39) 02 724261  
 fixedincome@borsaitaliana.it

© Aprile 2016 Borsa Italiana – Tutti i diritti riservati.

Questo documento contiene testi, dati, grafici, fotografie, illustrazioni, elaborazioni, nomi, loghi, marchi registrati e marchi di servizio e informazioni (collettivamente le "Informazioni") che si riferiscono a Borsa Italiana S.p.A. ("Borsa Italiana"). Borsa Italiana cerca di assicurare l'accuratezza delle Informazioni, tuttavia le Informazioni sono fornite nello stato in cui si trovano ("AS IS") e secondo disponibilità ("AS AVAILABLE") e possono, pertanto, essere non accurate o non aggiornate. A seconda delle circostanze, le Informazioni contenute in questo documento possono o non possono essere state preparate da Borsa Italiana ma in ogni caso sono fornite senza alcuna assunzione di responsabilità da parte di Borsa Italiana. Borsa Italiana non garantisce l'accuratezza, la puntualità, completezza, appropriatezza di questo documento o delle Informazioni per il perseguimento di scopi particolari. Nessuna responsabilità è riconosciuta da parte di Borsa Italiana per ogni errore, omissione o inaccuratezza delle Informazioni contenute nel documento. La pubblicazione del documento non costituisce attività di sollecitazione del pubblico risparmio da parte di Borsa Italiana e non costituisce alcun giudizio o raccomandazione, da parte della stessa, sull'opportunità dell'eventuale investimento descritto. Nessuna azione dovrebbe essere (o non essere) intrapresa facendo affidamento sulle Informazioni contenute nel documento. Resta inteso che non verrà assunta alcuna responsabilità per le conseguenze che possano derivare da qualunque azione intrapresa sulla base delle Informazioni.