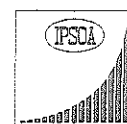


e attività fiduciarie Trusts

TRIMESTRALE DI APPROFONDIMENTO SCIENTIFICO E PROFESSIONALE

■ DIRETTORE SCIENTIFICO
Maurizio Lupoi

■ COMITATO SCIENTIFICO
Sergio M. Carbone
Giorgio De Nova
Andrea Fedele
Franco Gallo
Antonio Gambaro
David Hayton
Nicolò Lipari
Antonio Palazzo
Victor Uckmar



IPSOA SCUOLA D'IMPRESA

ANNO IV - luglio-settembre 2003
DIREZIONE E REDAZIONE
STRADA 1 PALAZZO F6
20090 - MILANO FIORI ASSAGO

3

S o m m a r i o

Contempt of court del disponente di un trust di protezione patrimoniale
Stati Uniti, Court of Appeals, sentenza 23 gennaio 2002, In Re: Stephan Jay Lawrence
v Alan L. Goldberg 430

Il *constructive trust* fra diritto sostanziale e rimedio
Alabama, Supreme Court, sentenza 2 novembre 2001, Leslie Manning Ausman Radenhausen
v Robin B. Doss 434

Quando i documenti del trust debbono essere prodotti in giudizio
Cook Islands, High Court, sentenza 4 aprile 2002, A v B and others 437

Presumed undue influence e *actual undue influence*: poteri del giudice sul contratto
Hong Kong, Court of First Instance, sentenza 27 novembre 2001, Bank of China
(Hong Kong) Ltd v Wong King Sing & Ors 444

Giurisprudenza storica

Fedecompresso istituito all'estero con il ricavato della vendita di beni immobili italiani
Italia, Cassazione di Roma, sentenza 21 febbraio 1899, Piercy 454

L'obbligazione di diligenza del trustee professionale
Inghilterra e Galles, Chancery Division, sentenza 15 gennaio 1980, Bartlett & others
v Barclays Bank Trust Co Ltd (No 1) 456

LEGISLAZIONE

Mauritius. Trusts Act 2001 464

PRASSI NEGOZIALE

Risposta a interpello: trust e mandato - II 473

Trust immobiliare a scopo di garanzia di un prestito obbligazionario: i riflessi nel
bilancio della società emittente
di Stefano Marchese 475

Trust unilaterale e trascrizione
di Luigi Monti 480

Trascrizione di "legato in trust" 483

LETTURE

La comparazione e l'incommensurabilità delle teorie giuridiche: una nuova
rappresentazione del negozio fiduciario
di Andrea Vicari 486

Trust immobiliare a scopo di garanzia di un prestito obbligazionario: i riflessi nel bilancio della società emittente

di Stefano Marchese

SOMMARIO: § 1. Il caso: istituzione di trust a garanzia di prestito obbligazionario. – § 2. La prima ipotesi: trasferimento in trust di immobili. – § 3. *Segue.* Gli effetti contabili del trust. Il principio di prevalenza della sostanza sulla forma. – § 4. La contabilizzazione dei costi e dei ricavi afferenti l'immobile. – § 5. Il godimento del bene trasferito in trust da parte del disponente. – § 6. Il rimborso del prestito obbligazionario. – § 7. L'inadempimento della società disponente. – § 8. La seconda ipotesi: trasferimento in trust di quota di società immobiliare. – § 9. Un esempio di registrazione contabile. – § 10. Conclusioni.

§ 1. Il caso: istituzione di trust a garanzia di prestito obbligazionario.

Il caso che stiamo per esaminare è ben descritto dal prof. Lupoi nel suo trattato sui trust⁽¹⁾: una società intende emettere un prestito obbligazionario; essendo proprietaria di immobili, potrebbe iscrivere ipoteca su di essi a garanzia del prestito. Tuttavia, sia per le lungaggini delle procedure esecutive in caso di inadempimento, sia per l'esigenza di porre a garanzia degli obbligazionisti anche i canoni di locazione degli immobili, si utilizza lo strumento del trust.

Tecnicamente, la soluzione può essere attuata con due diversi "percorsi", che potremmo definire il primo "diretto" e il secondo "indiretto".

Con il primo, la società proprietaria degli immobili ed emittente il prestito trasferisce tali beni in trust, a garanzia dell'adempimento per il pagamento delle cedole e del rimborso del capitale del prestito obbligazionario emesso. Se la società adempirà regolarmente alle proprie obbligazioni, alla scadenza del prestito il trustee ritrasferirà alla società disponente gli immobili. In difetto, procederà alla vendita dei beni e, con il ricavato, innanzitutto soddisferà gli obbligazionisti dei loro crediti

e, qualora residui un'eccedenza dalla liquidazione degli immobili, trasferirà quest'ultima alla società disponente.

Con una seconda tecnica, invece⁽²⁾, la società procede preliminarmente al conferimento degli immobili ad una società immobiliare, trasferendo poi al trustee la propria partecipazione sociale nella medesima; in caso di adempimento, anche qui il trustee ritrasferirà alla società disponente la partecipazione ricevuta; in difetto, avrà diverse opzioni per procedere al soddisfacimento degli obbligazionisti: liquidare la società vendendo gli immobili, cedere la partecipazione, impiegare la liquidità derivante dai fitti attivi accantonati, accendere un mutuo, o una combinazione delle diverse soluzioni.

§ 2. La prima ipotesi: trasferimento in trust di immobili.

Al fine di esaminare le modalità di rappresentazione in bilancio di questa operazione, prenderemo le mosse dall'ipotesi in cui oggetto del trust siano i beni immobili, in quanto il trattamento contabile risulta di più immediata evidenza, ed apre, rispetto alla seconda tecnica sopra descritta, una serie di problematiche di notevole rilievo, con riflessi assai interessanti anche dal punto di vista tributario.

Note:

Stefano Marchese è ragioniere commercialista in Genova. Il testo riproduce la relazione, con modificazioni, presentata al "Laboratorio di Trust – Trust in luogo di società", organizzato dall'Associazione "Il Trust in Italia", svoltosi a Milano il 31 gennaio 2003.

(1) Cfr. M. Lupoi, *Trusts*, II ed., Milano, 2001, p. 714 s.

(2) Su questa soluzione, che ha formato oggetto di un provvedimento di omologazione da parte di Trib. Milano, 27 dicembre 1996, cfr. M. Lupoi, *Trusts* [supra, nota 1], p. 714 e ivi, nota 476, ove ulteriori riferimenti.

§ 3. *Segue.* Gli effetti contabili del trust. Il principio di prevalenza della sostanza sulla forma.

Il trasferimento dell'immobile al trustee, pur avvenendo senza corrispettivo, non dà certamente luogo ad una perdita per la società disponente: a fronte del venir meno della proprietà del cespite immobiliare, la società ha un diritto di credito alla restituzione del medesimo. Esaminando l'operazione da un punto di vista civilistico, dunque, verrebbe da affermarsi che la scrittura contabile dovrebbe essere di natura permutativa, interessando soltanto conti patrimoniali, senza effetti sul conto economico.

In particolare, dall'operazione non dovranno essere rilevate plusvalenze o minusvalenze, mancando appunto qualsiasi corrispettività nel trasferimento in trust.

Potremmo chiederci in quale voce dell'attivo vada contabilizzato il credito: se tra le immobilizzazioni finanziarie o tra le immobilizzazioni materiali, nella sottovoce "immobilizzazioni in corso e acconti".

Alla luce dei principi contabili, è certamente da escludersi la prima opzione, ossia l'iscrizione del credito tra le immobilizzazioni finanziarie, visto che questo non ha ad oggetto una somma di denaro ma il ritrasferimento di una proprietà immobiliare(3).

Dobbiamo, tuttavia, evidenziare come anche la seconda soluzione sia del tutto inappagante, posto che non si tratta di un versamento di un acconto per l'acquisto di immobili o di fabbricati in corso di costruzione o acquisizione. Si tratta invece del credito alla restituzione di un immobile, la cui proprietà è stata trasferita a scopo di garanzia.

Per risolvere il problema, quindi, occorre far riferimento al principio di prevalenza della sostanza sulla forma, inizialmente enunciato nei principi contabili internazionali, poi recepito sia da quelli italiani, sia dalla legislazione speciale sui bilanci delle aziende bancarie e finanziarie(4) e finalmente codificato – con una norma di chiara natura interpretativa – dal nuovo art. 2423 *bis* cod. civ. quale risulta dalla riforma del diritto societario(5).

Tale norma, fissando i principi di redazione del bilancio, al n. 1 precisa che la valutazione delle voci deve essere fatta "tenendo conto della funzione economica dell'elemento dell'attivo e del passivo considerato".

Nonostante la timidezza del legislatore, l'espressione "funzione economica" deve intendersi riferita

al suddetto principio di prevalenza della sostanza sulla forma, come ben chiarisce la relazione illustrativa al D. Lgsl.(6).

Tale principio – che talvolta in passato sconvolgeva taluni civilisti, ma che essendo ora codificato in una norma giuridica non dovrebbe più produrre tali effetti – indica chiaramente, per quanto qui interessa, che ciò che conta ai fini dell'iscrizione in bilancio di un bene non è la titolarità del diritto di proprietà (ossia la forma giuridica), ma la sostanza (economica certamente, e forse financo economico-giuridica) della relazione di appartenenza che sussiste tra la società e il bene.

Se l'immobile, che poniamo sia uno stabilimento industriale, dopo essere stato trasferito al trustee, va a fuoco per un caso fortuito, la perdita va certamente a carico della società disponente, anche se non ne ha più la proprietà, andando ad incidere, in termini economici e giuridici, sul suo diritto di credito alla restituzione dell'immobile.

Se, poniamo, la società continua ad utilizzare l'immobile strumentale, ad esempio in forza di un

Note:

(3) Cfr. Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti – Consiglio Nazionale dei Ragionieri, Principio contabile n. 15, I crediti, Milano, 1996, p. 3, secondo il quale, appunto, i crediti che "rappresentano diritti ad una cessione di beni e non ad un corrispettivo in denaro non devono essere esposti tra i crediti" ma nelle voci destinate ad accogliere gli acconti nell'ambito delle immobilizzazioni o delle rimanenze.

(4) Sul principio di prevalenza della sostanza sulla forma, con specifico riguardo alle problematiche afferenti i trust, ci permettiamo di rinviare a S. Marchese, Il bilancio del trustee: aspetti contabili, in questa Rivista, 2000, 197, a p. 202 s..

(5) D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, "Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione delle legge delega 3 ottobre 2002, n. 366", pubblicato in G. U. 22 gennaio 2003 n. 17, supplemento ordinario n. 8 [n.d.r.].

(6) Cfr. la Relazione illustrativa al D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, di riforma del diritto societario [supra, nota 5], a p. 25 del dattiloscritto presentato al – ed approvato dal – Consiglio dei Ministri nella seduta del 10 gennaio 2003: "L'art. 6 della legge delega n. 366 prevede la revisione della disciplina del bilancio per alcune importanti operazioni quali, per esempio, la locazione finanziaria, i pronti contro termine e gli strumenti finanziari derivati. Queste operazioni sono attualmente contabilizzate secondo gli aspetti formali dei contratti sottostanti. La moderna dottrina aziendalistica e la prassi internazionale, cui spesso fa riferimento la relazione accompagnatoria alla legge delega, prevedono invece che la rappresentazione in bilancio di queste operazioni (e in generale di tutti gli accadimenti economici) sia effettuata secondo la realtà economica sottostante agli aspetti formali. Si è pertanto previsto di introdurre nel codice civile una disposizione di carattere generale, già presente nel d. lgs. n. 87 del 1992 che disciplina i bilanci bancari, secondo cui il bilancio è redatto privilegiando, ove possibile, la rappresentazione della sostanza sulla forma. All'uopo è stato inserito un nuovo comma all'art. 2423 *bis* del codice".

contratto di comodato stipulato con il trustee, la società potrà ignorare il deperimento fisico ed economico del bene e cessare di ammortizzarlo, sostenendo che non è più suo, perché ne ha trasferito la proprietà al trustee a scopo di garanzia?

La risposta è no: secondo il principio di prevalenza della sostanza sulla forma, l'immobile, nonostante il trasferimento della proprietà, è certamente ancora suo: essa continua a sopportarne i rischi, essa subisce il deperimento del bene, essa si avvantaggia, come vedremo tra poco, delle utilità del bene.

Quindi, la soluzione per la contabilizzazione del trasferimento della proprietà del bene al trustee consiste, paradossalmente, nel non contabilizzare nulla. L'immobile, che era iscritto anteriormente al trasferimento tra le immobilizzazioni materiali, continuerà a rimanere dove era allocato in stato patrimoniale. Sarà invece necessario dare adeguata menzione, in nota integrativa, dell'avvenuto trasferimento della proprietà del bene a scopo di garanzia del prestito obbligazionario emesso, come se si trattasse di un'ipoteca.

§ 4. La contabilizzazione dei costi e dei ricavi afferenti l'immobile.

La prova del "nove" di quanto abbiamo affermato si ha osservando le modalità di contabilizzazione dei costi e dei ricavi afferenti l'immobile.

Ipotizziamo che si tratti di immobili concessi in locazione a terzi. I canoni affluiscono al trustee, il quale li accantonerà ed investirà nel modo più adeguato, pronto a riconsegnare il capitale e gli interessi maturati, insieme all'immobile, una volta che la società abbia regolarmente pagato le cedole del prestito e rimborsato il capitale.

Considerando che la società deve riconoscere, ossia contabilizzare nel conto economico, i ricavi non già al momento dell'incasso, ma secondo il principio di competenza temporale, ossia man mano che questi maturano, è di tutta evidenza che i fitti via via maturati andranno iscritti tra i ricavi della società, con contropartita un credito verso il trustee, che verrà incassato soltanto ad avvenuto integrale rimborso del prestito. Analogamente, gli interessi maturati sui canoni accantonati, e quindi divenuti un capitale fruttifero, andranno riconosciuti per competenza anno per anno, sempre con contropartita ad incremento del credito verso il trustee.

La società dovrà, sul fronte dei costi, continuare

ad ammortizzare l'immobile, affinché sia rispettato il principio di correlazione tra costi (gli ammortamenti) e ricavi (i fitti attivi).

Relativamente alle spese che il trustee sostiene, sia per l'amministrazione del trust, sia per la gestione degli immobili (assicurazioni, manutenzioni, tributi locali, ecc.), queste saranno finanziate dal trustee medesimo prelevandole dalle disponibilità del trust costituite dai fitti incassati.

Nella contabilità della società disponente, quindi, dovranno figurare anche tali spese, che vanno a ridurre il credito verso il trustee.

Anche da questo punto di vista, dunque, l'applicazione del principio di prevalenza della sostanza sulla forma impone che la società continui a registrare i costi e i ricavi afferenti l'immobile come se questo fosse ancora di sua proprietà.

§ 5. Il godimento del bene trasferito in trust da parte del disponente.

Ipotizziamo ora che l'immobile sia utilizzato direttamente dalla società come bene strumentale. A seguito del trasferimento della proprietà del medesimo al trustee, la società potrà continuare ad utilizzarlo in forza di un contratto di comodato o di locazione.

Nel primo caso, non vi sono particolari problemi: la società continuerà a conteggiare gli ammortamenti e le spese afferenti l'immobile, come se fosse ancora suo.

Nel secondo caso, la società versa al trustee delle somme di denaro che, secondo la loro forma giuridica, sono canoni di locazione, mentre secondo la loro sostanza economica sono semplici trasferimenti di liquidità al trustee senza alcuna rilevanza reddituale. Difatti, se è vero che la società versa al trustee i canoni di locazione (e quindi essi sono, formalmente, un costo), è altrettanto vero che i canoni di locazione incassati dal trustee vanno a beneficio della società, che ne vedrà la restituzione al termine della durata del trust, sempre subordinatamente all'adempimento delle sue obbligazioni (e quindi essi sono, formalmente, un ricavo allo stesso tempo). Quindi, dal punto di vista della sostanza economica, è come se la società versasse fitti al trustee nell'interesse e a vantaggio ultimo di se stessa. I canoni di locazione non dovranno quindi essere contabilizzati come tali, ma come semplici trasferimenti di denaro con contropartita un incremento di crediti verso il trustee.

§ 6. Il rimborso del prestito obbligazionario.

Potremmo immaginarci che l'atto istitutivo di trust preveda una variante, ossia che con i fitti incassati dal trustee (non importa se da terzi o dalla stessa società emittente il prestito), questo provveda a pagare le cedole agli obbligazionisti.

In tal caso, il trattamento contabile dei fitti non muta. La società dovrà invece contabilizzare tra i propri costi gli interessi passivi sul prestito, con contropartita a riduzione del credito verso il trustee. Costui infatti verserà alla società soltanto la differenza, eventuale, tra i fitti incassati, le spese sostenute e le cedole pagate agli obbligazionisti.

§ 7. L'inadempimento della società disponente.

Esaminiamo ora cosa accadrebbe se la società fosse inadempiente. Il trustee, per pagare gli obbligazionisti delle loro spettanze, utilizzerà i fitti incassati e procederà alla vendita dell'immobile.

Relativamente ai primi, la società contabilizzerà una operazione soltanto patrimoniale: si azzerà il credito verso il trustee per fitti con corrispondente riduzione del debito verso gli obbligazionisti.

Con riferimento alla vendita dell'immobile, possiamo ipotizzare che esso sia iscritto nella contabilità della società ad un valore di 100, che il debito residuo verso gli obbligazionisti sia di 180 e che il trustee venda il bene al suo valore di mercato di 300. La società dovrà iscrivere in contabilità una plusvalenza di 200 (300 di prezzo meno 100 di valore contabile), stornando il costo del bene e rilevando un credito verso il trustee di 300. Poi compenserà contabilmente il debito residuo verso gli obbligazionisti di 180 con il credito verso il trustee, che si ridurrà a 120. Difatti il trustee, incassati 300 pari al prezzo dell'immobile, e pagati gli obbligazionisti per 180, rimarrà con una disponibilità liquida di 120, che provvederà a girare alla società disponente, la quale li contabilizzerà a chiusura del credito verso il trustee di pari importo.

§ 8. La seconda ipotesi: trasferimento in trust di quota di società immobiliare.

Qualora sia seguita invece la seconda soluzione che abbiamo ipotizzato all'inizio, ossia che la società provveda al previo conferimento dell'immo-

bile in una società *ad hoc*, per poi trasferire al trustee la partecipazione, è di tutta evidenza che i costi e i ricavi afferenti l'immobile non saranno più di pertinenza della società emittente, ma della società immobiliare.

La prima, tuttavia, continuerà ad iscrivere la partecipazione tra le immobilizzazioni finanziarie, come se non ne avesse trasferito la proprietà, dando notizia in nota integrativa dell'operazione compiuta. E ciò per le ragioni che abbiamo sopra evidenziato con riferimento all'ipotesi dell'immobile trasferito in trust.

Relativamente ai dividendi che dovesse incassare il trustee ed accantonare a garanzia del prestito, essi dovranno essere contabilizzati nel bilancio della società emittente in modo analogo ai canoni di locazione nell'ipotesi sopra svolta. Analogo trattamento riceveranno le cedole che dovessero essere pagate direttamente dal trustee utilizzando i dividendi ricevuti. In caso di cessione della partecipazione da parte del trustee per soddisfare le spettanze degli obbligazionisti, le registrazioni contabili sono analoghe a quelle relative alla vendita degli immobili.

§ 9. Un esempio di registrazione contabile.

Conclusivamente, riteniamo opportuno, a maggior chiarimento della ricostruzione del regime contabile di un trust a scopo di garanzia di un prestito obbligazionario, proporre un esempio con le relative registrazioni contabili.

La società emette un prestito obbligazionario di 180, trasferendo in trust a garanzia un immobile strumentale contabilizzato per 100 e un immobile locato a terzi iscritto per 50. A seguito del trasferimento del primo bene, la società stipula un contratto di locazione con il trustee, obbligandosi a corrispondere un canone di 10; i canoni del secondo immobile sono pari a 5.

L'atto istitutivo del trust prevede che il trustee utilizzerà i fitti incassati per pagare le cedole, pari a 9, accantonando la differenza per pagare le spese dell'immobile, pari a 3, e per il residuo a garanzia aggiuntiva, rispetto agli immobili, dei diritti degli obbligazionisti.

La società non rimborsa il prestito a scadenza e il trustee vende il primo immobile per 130 e il secondo per 80, restituendo le residue disponibilità liquide in suo possesso alla società disponente.

Le scritture contabili per la società disponente sono le seguenti.

a) Trasferimento degli immobili in trust.

Annotazione in nota integrativa dell'avvenuto trasferimento degli immobili iscritti in bilancio per 150; nessuna registrazione contabile.

b) Emissione e collocamento del prestito obbligazionario.

Disponibilità liquide @ Obbligazioni c / capitale 180

c) Corresponsione da parte della società di un canone di locazione al trustee.

Crediti verso il trustee @ Disponibilità liquide 10

d) Maturazione dei canoni di locazione sull'immobile locato a terzi, incassati dal trustee.

Crediti verso il trustee @ Fitti attivi 5

e) Pagamento delle cedole da parte del trustee.

Interessi passivi

su obbligazioni @ Crediti verso il trustee 9

f) Rilevazione delle spese di amministrazione e gestione degli immobili pagate dal trustee.

Spese per immobili(7) @ Crediti verso il trustee 3

g) Rilevazione dell'ammortamento degli immobili (aliquota 3%).

Ammortamento delle

immobilizzazioni materiali @ Fondo ammortamento immobili 4,5

h) Vendita degli immobili da parte del trustee.

Diversi @ Diversi 214,50

Crediti verso il trustee 210,00

Fondo ammortamento immobili 4,50

@ Immobili 150,00

@ Plusvalenze da alienazione 64,50

i) Pagamento da parte del trustee del debito in linea capitale verso gli obbligazionisti.

Obbligazioni

c / capitale @ Crediti verso il trustee 180

l) Versamento da parte del trustee delle residue disponibilità liquide per 33(8).

Disponibilità liquide @ Crediti verso il trustee 33

A questo punto il credito verso il trustee è azzerato, il debito per obbligazioni estinto, gli immobili sono stati depennati dall'attivo dello stato patrimoniale, i costi e i ricavi afferenti l'immobile affluiranno al conto economico dell'esercizio.

§ 10. Conclusioni.

Due osservazioni conclusive.

La prima è che siamo in sede di laboratorio di trust, e qui in laboratorio non soltanto possiamo

testare il trust per compiere operazioni in luogo di società, ma i trust stessi costituiscono un'ottima cartina di tornasole per saggiare le applicazioni del principio di prevalenza della sostanza sulla forma.

La seconda è che in questa sede sono stato abbastanza fortunato, visto che come commercialista mi è stato chiesto di operare in qualità di aziendalista, e non di fiscalista. In questa veste, debbo ammettere che i problemi afferenti la corretta contabilizzazione dell'operazione non sono poi di così difficile inquadramento, a patto che si abbia sufficiente dimestichezza con i principi contabili internazionali, da cui la regola della prevalenza della sostanza sulla forma trae origine, e con le moderne dottrine di economia aziendale.

Come fiscalista mi sarei invece trovato con problemi di più difficile soluzione: fitti attivi su un immobile di proprietà del trustee e locato alla società disponente non iscritti in bilancio; immobili dei quali la società stessa ha trasferito la proprietà che sono mantenuti in bilancio; ammortamenti conteggiati e imputati al conto economico su immobili di cui non si ha più la proprietà; iscrizione tra i componenti positivi di ricavi per fitti incassati da terzi, che sono dovuti e pagati al trustee proprietario e non alla società; iscrizione di costi al conto economico, afferenti un immobile che non è più di proprietà sociale; rilevazione in bilancio di una plusvalenza afferente la cessione da parte di un terzo (il trustee) di beni di cui lui, e non la società, ha la proprietà. Fiscalmente, quali variazioni in aumento o in diminuzione dovremmo fare al risultato civilistico? Oppure possiamo assumere le risultanze di bilancio, magari rispolverando la teoria della scuola pavese di griziottiana memoria, di cui l'attuale Ministro delle Finanze è peraltro discepolo, dell'interpretazione funzionale dei fatti finanziari? O ancora il povero commercialista sarà chiamato a rispondere a titolo di concorso nelle sanzioni per violazioni tributarie?

Note:

(7) Il conto è utilizzato soltanto per esigenze di sintesi. Come è noto, le spese dovranno essere classificate per natura nei conti specifici: assicurazioni, imposte e tasse, spese di manutenzione, ecc..

(8) Si ipotizza, per semplicità, che le disponibilità liquide in possesso del trustee siano pari a 15 di fitti, meno 9 di cedole, meno 3 di spese, più 210 di ricavato dalla vendita degli immobili, meno 180 di esborso per pagare il debito in linea capitale verso gli obbligazionisti, e quindi siano 33.