



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II
FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

INNOVAZIONE E DIRITTO

L'emissione di titoli a breve e medio/lungo termine: l'ampliamento delle opportunità di ricorso al debito per le società di medie e piccole dimensioni introdotte dal "decreto Sviluppo" n. 83/2012.

di Luigi Scipione

ABSTRACT

The decree for the "Development" (d.l. June 22, 2012, n. 83) has outlined a new and uniform rules for the issuance of financial instruments specially designed for small and medium-sized enterprises (Chapter II, Article 32), as commercial paper (also in electronic form) and unlisted bonds for SMEs (the "Minibond"). It is functional tools to prepare an environment that makes it easier to develop alternative market debt as an antithesis to the banking channel. In particular, the new rules, as reformulated by the conversion law August 7, 2012, n. 134, to simplify and integrate the actual law of the instruments for the financing of the company, allowing in particular the stress of money and financial markets by issuers so far excluded, such as non-listed companies, medium and small (according to the European classification), while creating new investment opportunities for institutional traders in the context of the national economy. The development of an alternative market of corporate debt (as efficient as that in force in the United States and the United Kingdom) requires, however, rules of transparency and investor protection.

This paper analyzes the new regulatory framework in the light of recent changes. The "financial instruments" are examined with reflections intended to frame the new rules in the existing arrangement of matter.

The analysis reveals some inconsistencies in the new provisions, which may in any way influence the success of the instruments provided by the d.l. "Development".

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Gli strumenti di finanziamento delle società non quotate: le linee di intervento del decreto Sviluppo. - 3. La cambiale finanziaria: profili strutturali. - 4. Natura giuridica e regime di circolazione delle cambiali finanziarie. - 4.1. Il dibattito sulla natura di titolo individuale o di massa: alla ricerca di un valido compromesso. - 5. La disciplina degli strumenti finanziari di raccolta del risparmio. Cenni. - 6. I nuovi requisiti per l'emissione dei titoli. - 7. I compiti dello *sponsor*. - 7.1. *Segue:* sulle analogie fra lo “sponsor” delle cambiali finanziarie e le figure attigue previste dal t.u.f. e dai regolamenti di Borsa Italiana. *De jure condendo* - 8. Durata minima e massima e ammontare complessivo dei titoli in circolazione: i nuovi limiti - 9. La dematerializzazione delle cambiali finanziarie. - 10. Il sistema delle deroghe. - 11. Il trattamento fiscale: le modifiche. - 12. Obbligazioni per Pmi (“minibond”). - 13. Il superamento dei limiti di cui all'articolo 2412 del cod. civ. - 14. Osservazioni conclusive.

1. Premessa

A partire dagli anni ottanta, i mercati hanno dimostrato una spiccata e crescente propensione all'uso di strumenti titolarizzati (c.d. *securitisation*): l'incorporazione del credito in un titolo ed il suo collocamento sul mercato, direttamente o per il tramite di intermediari finanziari bancari e non bancari, mentre consente alle imprese di approvvigionarsi di capitali a costi mediamente più vantaggiosi di quelli offerti dal sistema creditizio, rende al tempo stesso l'operazione di finanziamento più appetibile al mercato, in quanto più facilmente liquidabile.

Le soluzioni di finanziamento potenzialmente adottabili rappresentano, quindi, un *continuum* all'interno del quale si individuano molteplici fattispecie diverse, che si collocano in posizione intermedia rispetto alle soluzioni basiche rappresentate dal debito *risk free* e dalle azioni ordinarie. Si parla a questo proposito di titoli ibridi allo scopo di evidenziare che tali strumenti preservano il vantaggio fiscale associato al debito a fronte di diritti e flussi assimilabili, sotto l'aspetto quali-quantitativo, a quelle dei titoli azionari. La legge 13 gennaio 1994, n. 43 ha istituito, nel nostro ordinamento, la figura delle cambiali finanziarie, come uno strumento per la raccolta diretta a breve termine del risparmio, utilizzabile dai cd. “soggetti non bancari”, cioè le imprese. La legge sancisce le caratteristiche morfologiche dello strumento al fine di aumentarne il grado di standardizzazione e per facilitarne la negoziazione. Viene introdotta una “specie nuova” e – come vedremo meglio di seguito –

“protetta”, nella giungla dei nuovi strumenti della finanza d’impresa¹. La cambiale finanziaria costituisce, dalla metà degli anni novanta, una delle rare eccezioni ed un primo strumento di disintermediazione creditizia offerto dal legislatore a tale tipologia di imprese. Dall’epoca della sua introduzione, tale strumento tuttavia non ha trovato ampia diffusione nel nostro Paese. Il legislatore italiano, nel plasmarne i contorni, ha potuto attingere al patrimonio di conoscenze ed esperienze elaborate ed acquisite nei mercati internazionali dei capitali in circa un secolo di utilizzo dei *commercial paper* (meglio noti in Italia come polizze di credito commerciale)², ma, purtroppo, non ha voluto, o forse non è stato in grado, di cogliere

¹ Sull’originaria stesura della l. n. 43/1994 si rinvia a M. CALLEGARI, *Cambiale finanziaria e certificati di investimento*, in *DI IV DPriv Sezcom, Aggiornamento*, 2000, 162 ss.

² Cfr, *ex multis*, F. ASCARELLI, “Commercial paper”, in *Digesto IV. Disc. Priv. Sez. Comm.*, III, Torino, 1998, 158 ss.; V. TROIANO, *Le polizze di credito commerciale*, Bari 1994; C. CACCIAMANI, *La commercial paper: tecniche e mercati*, in *Banche e banchieri*, 1993, 12, 909 ss. Nell’ordinamento interno l’accensione di una *commercial paper* (polizza di credito commerciale) consente ad un’impresa di ottenere un finanziamento da un’altra impresa tramite la procedura di riconoscimento del debito di cui all’art. 1988 del cod. civ. Il finanziamento può essere garantito da una banca che, nel caso specifico, rende l’operazione simile ad un finanziamento assistito da garanzia bancaria, con durata media normalmente compresa tra 1 e 6 mesi.

Il *commercial paper* è all’origine un titolo *unsecured*: in realtà gli usi di mercato hanno successivamente imposto alle imprese di “assicurare” le proprie emissioni mediante linee di credito bancarie del tipo *back-up* (sebbene gli istituti di credito si riservino di cancellare le facilitazioni in parola qualora le condizioni dell’emittente si deteriorassero, facendo leva su una clausola contrattuale c.d. *material adverse change*). La stessa concessione del *rating*, condizione necessaria per la negoziabilità dei titoli sul mercato, è subordinata alla presenza di questo rapporto parallelo “*liquidity enhancement*”, di norma per importi che si avvicinano al totale del foglio in essere.

In realtà la prassi del *roll over* “snatura” le originarie finalità dello strumento che viene quindi impiegato, per effetto di continui rinnovi, anche per il finanziamento dei fabbisogni di medio-lungo periodo. Si distingue a questo proposito la modalità diretta (*direct paper*) in cui i titoli sono collocati dall’impresa direttamente presso gli investitori, dal *dealer placed commercial paper* in cui questa si avvale dei servizi di un intermediario specializzato che si incarica di reperire le controparti e di dare spessore e liquidità alle contrattazioni.

Con la sottoscrizione di un *commercial paper* l’azienda richiedente il finanziamento si impegna a versare alla scadenza del contratto l’importo per cui si è riconosciuta debitrice verso l’impresa concedente. L’incasso da parte dell’impresa concedente il finanziamento avverrà tramite la presentazione dei *commercial paper* alla banca incaricata del pagamento, come debitamente individuata nel testo della polizza di credito commerciale, che al suo interno conterrà tutte le modalità per l’incasso e per il riconoscimento del soggetto titolare del credito. Ciò è fondamentale in quanto il credito può essere oggetto di cessione, eseguita solitamente dalle sole persone giuridiche; in tal caso la banca incaricata del pagamento deve verificare che il creditore risulti ben individuato da tutti gli atti di cessione, effettuati in base ad una successione logica ed ininterrotta.

l'importanza e la peculiarità di taluni elementi caratterizzanti il mercato estero dei *commercial paper* e le potenzialità intrinseche dei mercati finanziari in genere. In breve, le ragioni della modesta utilizzazione delle cambiali finanziarie sono riconducibili, per le imprese quotate, a motivi di carattere fiscale, legati al mancato assoggettamento dei relativi redditi all'imposta sostitutiva di cui all'art. 2, comma 1, del d.lgs. 1° aprile 1996, n. 239; a motivi di carattere regolamentare, legati alla durata, da tre a dodici mesi, mentre in altri Paesi i *commercial paper* sono emesse in quantità maggiore con durata fino a un mese³; a motivi di carattere formale e procedurale, in quanto le cambiali finanziarie sono state fino ad oggi titoli necessariamente materiali, difficili quindi da collocare in quantità elevata e da negoziare nei mercati finanziari, che trattano ormai quasi esclusivamente titoli dematerializzati. Inoltre, per le imprese medio-grandi non quotate, ha spesso rivestito un peso non indifferente l'obbligo di ricorrere al supporto di una garanzia bancaria.

2. Gli strumenti di finanziamento delle società non quotate: le linee di intervento del decreto Sviluppo. Con l'implosione della crisi finanziaria l'opportunità di rilanciare tale strumento è stata sollecitata da più parti, come è emerso nel corso dell'"Indagine conoscitiva sul mercato degli strumenti finanziari" svolta dalla Commissione Finanze della Camera dei Deputati⁴. Il decreto legge per lo sviluppo (d.l. 22 giugno 2012, n. 83, d'ora in avanti anche

Nel caso in cui la polizza sia assistita da garanzia bancaria il creditore sarà garantito nei suoi diritti dalla banca garante integralmente e puntualmente, nonostante possano sorgere eventuali opposizioni o controversia da parte della società debitrice. Infatti la banca rinuncia esplicitamente, nella lettera di garanzia, ad opporre qualsiasi eccezione, in particolare quelle previste agli artt. 1939, 1955, 1956 e 1957 del cod. civ. e quelle eventualmente proponibili dal debitore non previste nel testo della lettera di riconoscimento del debito.

Dal punto di vista giuridico i caratteri fondamentali di questa figura sono riconducibili ad un'obbligazione (dichiarazione di riconoscimento del debito e promessa di pagamento) cui si collegano la legittimazione (il possesso del documento è condizione necessaria e sufficiente per l'esazione del credito alle condizioni indicate) e la rinuncia alle contestazioni (esclude l'opponibilità, da parte dell'emittente nei confronti del portatore, di eccezioni relative al rapporto fondamentale sottostante). Peraltro, la carta commerciale è priva di efficacia esecutiva ed il portatore dovrà essere preventivamente assoggettato ad un processo di cognizione per il riconoscimento del suo credito prima di procedere ad eventuali azioni di recupero forzoso dello stesso.

³ Cfr. D. SPAGNUOLO, *L'esperienza dei Commercial Papers negli Stati Uniti ed in Europa*, in G. FAUCEGLIA (a cura di), *La raccolta non bancaria del risparmio tra il pubblico*, Torino, 1996, 29 ss. Soprattutto nel mercato statunitense, il *commercial paper* viene acquistato dai fondi comuni di investimento monetari poiché è considerato uno strumento praticamente privo di rischio ed anche a causa del fatto che l'elevato valore nominale la rende quasi inaccessibile ai piccoli investitori *retail*. Sul mercato internazionale il *commercial paper* può essere venduto direttamente dall'emittente al sottoscrittore, oppure ad una finanziaria o una banca che la rivenderà sul mercato. La seconda soluzione è la più diffusa. La vendita diretta, invece, è utilizzata da società finanziarie che preferiscono finanziare il loro elevato fabbisogno direttamente, senza l'interposizione di un intermediario.

⁴ Si vedano le proposte contenute nel Documento Conclusivo dell'Indagine, approvato il 19 luglio 2011. La Commissione Finanze della Camera dei Deputati è stata, dunque, la culla di questo provvedimento a partire

“d.l. Sviluppo”), convertito, con modificazioni, dall’art. 1, comma 1, legge 7 agosto 2012, n. 134 (c.d. *Legge di Conversione*) ha recepito le istanze del mondo delle imprese e ha previsto, a tal fine, strumenti finanziari appositamente pensati per le piccole e medie imprese (capo II, art. 32), come le cambiali finanziarie (anche in forma dematerializzata) e le obbligazioni per PMI non quotate in Borsa (c.d. “minibond”)⁵. Si tratta di strumenti funzionali a “preparare” un contesto favorevole allo sviluppo di mercati del debito alternativi a quello bancario.

Le nuove disposizioni intendono semplificare ed integrare l’attuale ordinamento degli strumenti per il finanziamento dell’attività d’impresa, consentendo in particolare la sollecitazione del mercato monetario e finanziario da parte di emittenti finora esclusi, come le imprese non quotate, medie e piccole (secondo la classificazione europea), ampliando, infine, le opportunità di investimento degli operatori istituzionali nel contesto dell’economia nazionale. La creazione di un mercato alternativo del debito *corporate* (efficiente come quello USA e UK) prevede, tuttavia, la predisposizione di regole di trasparenza e di tutela dell’investitore.

L’art. 32 del “d.l. Sviluppo” ha delineato così una nuova e uniforme disciplina per l’emissione di cambiali finanziarie e di obbligazioni da parte di società non quotate. L’art. 1 della l. n. 43/1994 viene dotato di nuovi commi (da *2-bis* a *2-sexies*), nei quali si individuano i soggetti autorizzati ad emettere le cambiali finanziarie ed i requisiti per l’emissione, i compiti dello *sponsor*, un compiuto sistema di deroghe⁶. In estrema sintesi, le principali linee

dalla presentazione delle prime proposte di legge sino alla redazione del Testo Unificato poi in larga misura ripreso dal “d.l. Sviluppo”.

⁵ Le proposte di legge n. 4790 e n. 4795 di contenuto analogo, sono volte – secondo quanto emerge dalle rispettive relazioni illustrative – a «migliorare la fruibilità delle cambiali finanziarie, che esse considerano uno strumento di finanziamento alternativo ai normali canali di approvvigionamento di capitale, utile per sostenere esigenze di liquidità stagionali e altre necessità operative contingenti, grazie a meccanismi di concessione rapidi e costi contenuti. In tal modo, si intende ampliare gli strumenti di finanziamento delle imprese alternativi al tradizionale meccanismo del credito bancario, che non appare più sufficiente, da solo, a sostenere adeguatamente la struttura fondamentale del sistema produttivo nazionale, anche alla luce dell’attuale crisi finanziaria». Le proposte in esame recuperano inoltre lo spirito di un testo già approvato, in sede referente, dalla stessa Commissione Finanze della Camera dei Deputati nel 2003 durante la XIV legislatura (AC. 1959 e abbinate), tenendo conto delle modifiche che sono nel frattempo intervenute nel quadro normativo, in particolare per quanto riguarda il regime tributario dei redditi da capitale, che è stato recentemente riformato e uniformato alla luce delle disposizioni contenute nell’art. 2, commi da 6 a 12, del d.l. n. 138 del 2011, convertito, con modificazioni, dalla l. n. 148 del 2011.

⁶ Per un primo commento alle nuove disposizioni cfr. R. PARISOTTO e G. RENELLA, *Strumenti al passo con i tempi per il finanziamento delle imprese*, in *Guida Pratica al Decreto Sviluppo*, Il Sole 24 Ore, Milano, 39 ss.; R. REGGIO, *Dall’Iva al Fondo unico più liquidità per le PMI Gli strumenti per alleggerire il credit crunch*, in *Il Sole 24 Ore*, 30 luglio 2012; M. DOGLIO e E. PALUMBO, *Crisi industriale complessa e nuovi finanziamenti*, in *I Focus Fiscali*, Sistema Frizzera 24, 5, 2012; A. CRISPICIANI, R. LOIERO, F. LUCÀ e A. PIEROBON, *Le novità del Decreto Sviluppo 2012*, Milano, 2012, 52 ss.; C. FERIOZZI, *Cambiali finanziarie per le PMI*, in *Il Decreto Crescita*, Italia Oggi, Milano, 2012, 14; G.

dell'intervento normativo consistono: a) nella modifica delle caratteristiche delle cambiali finanziarie con la conseguente assimilazione di tali strumenti alla c.d. carta commerciale; b) nell'ampliamento dei limiti di emissione di obbligazioni da parte di società non quotate; c) nella ridefinizione della struttura delle obbligazioni con clausole di partecipazione e subordinazione; d) nella possibilità di dematerializzare tali titoli, favorendone la circolazione sul mercato; e) nell'estensione alle cambiali finanziarie del più favorevole regime fiscale applicabile alle obbligazioni; f) nella modifica – e in alcuni casi nel superamento – dell'art. 2412 (*Limiti all'emissione*) del cod. civ. che fissa i limiti quantitativi all'emissione di obbligazioni; g) nell'eliminazione del diverso trattamento fiscale dei titoli emessi da società non quotate rispetto ai titoli emessi da società quotate e nella rimozione del trattamento penalizzante in termini di deducibilità degli interessi passivi corrisposti rispetto a tali titoli.

1. La cambiale finanziaria: profili strutturali

In base al novellato art. 1 della legge n. 43 del 1994, le cambiali finanziarie sono titoli di credito all'ordine, equiparate alle cambiali ordinarie, aventi scadenza non inferiore a un mese e non superiore a trentasei mesi dalla data di emissione (comma 1)⁷, trasferibili per girata esclusivamente con la clausola “senza garanzia” o equivalenti (per evitare azioni di regresso), come indicato nel secondo comma. La clausola “senza garanzia”, pur escludendo la responsabilità cambiaria del girante che l'ha apposta, non fa perdere al titolo né la sua natura ed efficacia cambiaria, né l'idoneità a valere come titolo esecutivo contro tutti gli obbligati cambiari. In altre parole, essa fa sì che il girante garantisca solo la sussistenza e non anche l'esigibilità del credito cambiario⁸. D'altra parte, dottrina e

MOLINARO, *Nuove forme di finanziamento per le imprese*, *Ipsa News* del 7 agosto 2012; A. TRON e A. CAPUTO, *Le novità sull'emissione di titoli a breve/medio/ lungo termine per le Pmi*, in *Il Fisco*, 2012, 40, 6408 ss.

⁷ Comma così modificato dal comma 5 dell'art. 32, d.l. 22 giugno 2012, n. 83, come sostituito dalla *Legge di Conversione* 7 agosto 2012, n. 134. Non desta particolari perplessità il fatto che la trasferibilità è ammessa solo con la clausola “senza garanzia”, poiché, come emerge dall'art. 19 r.d. 14 dicembre 1933, n.1669, la funzione di garanzia è un elemento naturale, ma non essenziale della girata cambiaria. Al riguardo, la dottrina, con espresso riferimento alle accettazioni cambiarie, ha sempre ritenuto che l'apposizione di detta clausola non facesse venir meno la natura cambiaria del titolo. In tal senso v. B. LIBONATI, *Accettazioni cambiarie*, in *Enc. Giur. Treccani*, Roma, 1998, 2 s.; sul punto si veda pure A. URBANI, *La cambiale finanziaria*, in L. SALAMONE e P. SPADA (a cura di), *Commentario breve al diritto delle cambiali, degli assegni e di altri strumenti di credito e mezzi di pagamento*, Padova, 2008, 271 ss.

⁸ Sul punto v. G. PARTESOTTI, *Il trasferimento della cambiale*, Padova, 1977, 184. Come riferisce A. TENCATI, *Titoli di credito e di partecipazione*, Milano, 2009, 410, «l'impossibilità di utilizzare come titoli esecutivi le cambiali finanziarie, girate omettendo la clausola “senza garanzia”, rileva a tal punto da costituire una tra le motivazioni per cui sembra non essersi mai sviluppato un fiorente “mercato secondario” per le cambiali stesse». La causa della loro scarsa diffusione presso il

giurisprudenza sono concordi nel sostenere, in conformità alla natura finanziaria dello strumento, che l'apposizione di detta clausola non costituisce in alcun modo un elemento essenziale della girata cambiaria, ma al limite un elemento naturale, per cui la sua indicazione non comporterebbe la trasformazione della natura giuridica del documento⁹. La dottrina ha da tempo sottolineato come la clausola “senza garanzia” sia generalmente guardata con sfavore nella prassi commerciale, essendo interpretata come un segnale di sfiducia del girante nel pagamento del titolo; nelle cambiali finanziarie la prospettiva è, invece, esattamente rovesciata, nel senso che l'apposizione della clausola, resa obbligatoria per legge, nel momento in cui solleva da responsabilità il girante, tende ad agevolare la circolazione del titolo, rendendolo più facilmente negoziabile¹⁰. Il legislatore ha scelto di conseguenza la strada della cartolarizzazione del diritto e della funzionalizzazione dello strumento alla raccolta di risparmio a breve termine: in sostanza, si vuole che i risparmiatori accettino di far credito dietro rilascio delle cambiali finanziarie solo in ragione delle garanzie offerte dal soggetto emittente, che può essere facilmente identificato e sottoposto a vincoli e non invece per la fiducia verso coloro che, volta a volta, intervengono a girare le cambiali presumibilmente a fine di smobilizzo. Nel titolo deve essere contenuta l'indicazione, oltre che degli elementi

grande pubblico degli investitori consisterebbe proprio nell'obbligo di girarle “senza garanzia”. Gli investitori, infatti, avrebbero riposto maggiore fiducia negli strumenti considerati se avesse potuto contare su una pluralità di debitori di regresso. Ciò perché le cambiali finanziarie, pur rientrando tra «*le altre ipotesi di raccolta espressamente consentite dalla legge, nel rispetto del principio di tutela del risparmio*», non sono necessariamente emesse da soggetti sicuramente solvibili. Non condivide questa opinione F. MARTORANO, *Profili cartolari delle cambiali finanziarie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 1996, 143.

⁹ Cfr. B. LIBONATI, *Operazioni anomale di finanziamento con emissione di titoli. Recente evoluzione della prassi*, Milano, 1980, 2; F. FERRARA, *La girata della cambiale*, Roma, 1935, n. 145, 431; E. RIGHINI, *La nuova disciplina delle cambiali finanziarie*, in *Corr. giur.*, 1994, 531. In dottrina vi è stato anche chi (P. MASI, *Primo approccio alle cambiali finanziarie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I 1994, 589) ha ritenuto che, sul presupposto che la cambiale è il genere che raccoglie le specie, che la mancata inserzione della clausola “senza garanzia” (o “senza spese”) degraderebbe la cambiale finanziaria ad ordinario titolo cambiario. In senso contrario si esprime altra autorevole dottrina (B. LIBONATI, *Accettazioni cambiarie*, cit., 2; STAGNO D'ALCONTRES, *Tipicità ed atipicità nei titoli di credito*, Milano, 1992, 247) che reputa non conferente il richiamo all'art. 19 della legge cambiaria con riferimento ad una clausola non equivoca rimessa all'autonomia e alla volontà privata, posto che nella cambiale finanziaria la clausola “senza garanzia” è connaturata al titolo *ex lege*. Eguale obiezione viene sollevata anche verso chi (P. SPADA, *Dai titoli cambiari ai valori mobiliari*, cit., 505) giunge alla conclusione che «*in caso di girata non accompagnata dalla clausola in questione si decaderebbe proprio dal regime tributario differenziato di tali titoli e, in particolare, dall'agevolazione prevista per l'imposta di bollo, con conseguente perdita dell'efficacia di titolo esecutivo della cambiale*», dovendosi ritenere che anche siffatta clausola possa considerarsi alla stregua di un elemento eventuale della fattispecie.

¹⁰ Su questi aspetti si rinvia a P. ANELLO e S. RIZZINI BISINELLI, *Commercial paper e cambiali finanziarie dopo la legge n. 43/1994*, in *Le società*, 1994, 3, 319 ss.; in senso conforme v. pure P. MASI, *Primo approccio alle cambiali finanziarie*, cit., 583 ss.

prescritti con riferimento al vaglia cambiario dall'art. 100 del r.d. n. 1669 del 1933¹¹, della denominazione¹² di cambiale finanziaria nonché dei relativi proventi in qualunque forma pattuiti. Ove la natura stessa dei *commercial paper* pone tali strumenti al di fuori della categoria dei titoli di credito, le cambiali finanziarie sono normativamente definite titoli all'ordine, a cui appartengono le caratteristiche di incorporazione, autonomia e letteralità¹³. La cambiale finanziaria è dunque un documento costitutivo di un diritto di credito letterale, idoneo a conferire in modo autonomo la titolarità del diritto in esso incorporato al proprietario del documento e la legittimazione del diritto stesso al possessore qualificato da una serie continua di girate apposte sul titolo medesimo. Di qui la sua natura di titolo esecutivo ed il maggior vantaggio offerto al finanziatore rispetto al *commercial paper*. Per l'escussione del creditore, il portatore legittimato della cambiale finanziaria può infatti agire direttamente in via di regresso. L'aspetto che introduce, per contro, un carattere del tutto peculiare alla cambiale finanziaria rispetto alla cambiale ordinaria è la sua funzione, dove l'emissione del titolo si pone in un momento antecedente sia temporalmente che logicamente all'insorgere del sottostante rapporto debitorio e non invece conseguente ad esso¹⁴.

4. Natura giuridica e regime di circolazione delle cambiali finanziarie

¹¹ Ossia: l'indicazione della scadenza nonché del luogo di pagamento; il nome di colui al quale o all'ordine del quale deve farsi il pagamento; l'indicazione della data e del luogo in cui il vaglia è emesso; la sottoscrizione di colui che emette il titolo (emittente).

¹² Secondo A. SEGRETO e A. CARRATO, *La cambiale*, Milano, 2000, 713, l'indicazione della denominazione non attribuisce in alcun modo alla cambiale finanziaria un carattere causale, in quanto ciò comporterebbe un inaccettabile snaturamento dello strumento, il quale deve la sua intima ragione d'essere al fatto di circolare agevolmente tra il pubblico proprio in virtù del suo carattere di titolo astratto.

¹³ Il *commercial paper*, di converso, rimane essenzialmente uno strumento di intesa tra privati, che, pur circolando, non assume mai il carattere di fungibilità che si suole riconoscere alle cambiali finanziarie.

¹⁴ Non si emette il titolo per garantire un debito preesistente, ma per ottenere una forma di finanziamento. In tal senso v. G.L. PELLIZZI, *Le accettazioni bancarie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1982, I, 995.

Nel disciplinare la cambiale finanziaria, il legislatore si è preoccupato soprattutto del profilo privatistico della circolabilità del titolo e del profilo pubblicistico della vigilanza sullo strumento del mercato dei capitali¹⁵.

L'art. 1 della l. n. 43/1994 stabilisce che le cambiali finanziarie sono titoli di serie, vale a dire emessi in numero plurimo a fronte di un unico finanziamento o di più finanziamenti comunque riconducibili ad un unico programma di emissione, anche di dimensioni rilevanti¹⁶.

Le cambiali finanziarie sono titoli uniformi quanto a caratteristiche e valore nominale all'interno di una medesima emissione naturalmente destinate alla diffusione di massa tra il pubblico. Questo profilo è confermato dalla necessità di indicare sul titolo l'ammontare complessivo dell'emissione di cui la cambiale fa parte. In realtà, proprio sotto questo aspetto si rinviene un'ulteriore caratteristica delle cambiali finanziarie quali titoli emessi all'ordine, relativa alla differenza rispetto alla legge di circolazione cui sono sottoposti i titoli di massa, che tradizionalmente si presentano, e spesso indifferentemente, al portatore o nominativi, contrariamente ai titoli individuali che, modellati sulle norme relative alla cambiale, sono tutti all'ordine. Né per le cambiali finanziarie, così come modellate sul tipo legale possono richiamarsi le norme che prevedono la convertibilità dei titoli al portatore in titoli nominativi (art. 1999, comma 1, cod. civ.), normalmente rinvenibile per azioni, obbligazioni e titoli di stato.

¹⁵ Stante la non incidenza delle innovazioni sui caratteri essenziali delle cambiali finanziarie, si rimanda a P. SFAMENI, *Profili cartolari e societari della nuova disciplina della cambiale finanziaria*, in *Riv. soc.*, 1996, 1235.; D. CATERINO, *Le cambiali finanziarie tra anomalie genetiche e difficoltà semantiche*, in *Riv. soc.*, 1996, 1201 ss.; G. FAUCEGLIA, *La cambiale finanziaria tra le discipline dei titoli di credito e del valore mobiliare*, in *Riv. dir. comm.*, 1996, I, 6 ss.; F. MARTORANO, *Profili cartolari delle cambiali finanziarie*, cit., 137 ss.; A. BASSI, *Disciplina delle cambiali finanziarie*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 1997, 76 ss

¹⁶ Cfr. E. RIGHINI, *La nuova disciplina delle cambiali finanziarie*, cit., 527 ss.; A. PAVONE LA ROSA, *La cambiale*, in A. CICU e F. MESSINEO (diretto da), *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano 1994, II° ed., 433 ss.; G. FOSSATI LÓPEZ, *L'incidenza del titolo cambiario sui rapporti sottostanti alla sua emissione e girata: ricostruzione di un sistema*, Padova, 2011, 26 ss.

L'emissione in serie e il frazionamento del finanziamento sono volte a facilitare la circolazione, lo scambio dei titoli e la creazione di un settore specifico nel mercato mobiliare¹⁷. Ciò in esecuzione del disegno che vedrebbe la cambiale finanziaria come strumento di finanziamento atto a circolare autonomamente nel mercato dei capitali e suscettibili di autonoma valutazione¹⁸.

Resta fermo, in ogni caso, che la riconduzione delle cambiali finanziarie ad operazioni di massa non può tuttavia essere sviluppato sino al punto di negare alle stesse l'applicazione delle regole sulla "circolazione impropria" prevista dagli artt. 2015 del cod. civ. e 25 del r.d. n. 1669/1933, dovendosi pertanto smentire la pur autorevole affermazione per cui la "circolazione impropria" sarebbe una peculiarità dei soli titoli individuali¹⁹.

¹⁷ Sui rapporti tra cambiale finanziaria e titoli di massa cfr. G. FAUCEGLIA, *La cambiale finanziaria tra le discipline dei titoli di credito e del valore mobiliare*, cit., 634 s.; G. CASTELLANO, *I titoli di massa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1987, I, 34.

¹⁸ Cfr. I.A. SANTANGELO, *Annali del seminario giuridico (2007-2008)*, Milano, 2009, 293 ss.

¹⁹ In tal senso v. G. PANZARINI, *Autonomia e circolazione nei titoli di credito nominativi e al portatore*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1968, I, 326. Del resto, – come sottolinea F. MARTORANO, *Profili cartolari delle cambiali finanziarie*, cit., 146 – i ricordati artt. 2015 del cod. civ. e 25 r.d. n. 1669/1933 garantiscono la trasferibilità delle cambiali finanziarie, titoli emessi in serie, in casi particolari laddove non è possibile la circolazione tramite girata, quali "la successione *mortis causa*" o "la fusione di società. Senza l'applicazione delle disposizioni che regolano la "circolazione impropria", infatti, diverrebbe impraticabile il trasferimento delle cambiali finanziarie in circostanze che, seppur sporadiche, meritano la dovuta attenzione.

Va opportunamente sottolineato che, essendo le cambiali finanziarie qualificate, ai sensi dell'art. 4 della citata legge n. 43/1994, valori mobiliari per qualsiasi finalità prevista dall'ordinamento, in caso di offerta al pubblico si devono osservare le disposizioni vigenti relativamente alla predisposizione del prospetto informativo.

Ne è riprova il fatto che il comma 4 dell'art. 1-*bis* richiama espressamente l'applicazione, ove compatibili, delle «*disposizioni contenute nel capo II del titolo II della parte III del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni*» in materia di gestione accentrata degli strumenti finanziari. In sostanza, le cambiali finanziarie rappresentano un tipico strumento di finanziamento a breve (e ora anche a medio) termine, ampiamente diffuso nei mercati più evoluti, che permette una diversificazione agli emittenti nella raccolta di risorse e agli investitori nell'impiego del risparmio.

Ne consegue che le cambiali finanziarie possono essere offerte da tutti gli intermediari abilitati, con l'obbligo di rispettare la disciplina prevista dal testo unico della finanza in relazione alla sollecitazione all'investimento. In particolare, ai sensi dell'art. 94 t.u.f., coloro che intendono effettuare una sollecitazione all'investimento presso il pubblico dei risparmiatori, devono darne preventiva comunicazione alla Consob, allegando il prospetto informativo destinato alla pubblicazione, contenente le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dei prodotti finanziari e degli emittenti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti.

4.1. *Il dibattito sulla natura di titolo individuale o di massa: alla ricerca di un valido compromesso*

La qualificazione della cambiale finanziaria come titolo di credito emesso in serie ha sollevato, sin dalla sua nascita, un acceso dibattito tra le diverse scuole di pensiero²⁰. Il titolo, pur se “all'ordine” viene collocato dal legislatore nell'ambito di una più complessa operazione di finanziamento di cui rappresenta una frazione, con il carattere peculiare di fungibilità, così come – per analogia – «*il titolo obbligazionario sta al prestito obbligazionario*»²¹.

²⁰ A tale proposito, si ricorda, brevemente, che nella Relazione accompagnatoria alla legge in commento, veniva specificato che le cambiali finanziarie «*nella loro qualità di titoli di indebitamento a breve termine, sono destinate ad affiancarsi, nella gestione corrente delle strutture societarie nazionali, alle obbligazioni, ordinario strumento di indebitamento a medio termine*». Cfr., per ulteriori elementi di approfondimento, A. URBANI, *La cambiale finanziaria*, in G.L. PELLIZZI e G. PARTESOTTI (a cura di), *Commentario breve alla legislazione sulla cambiale e sugli assegni*, III ed., Padova 2004, 241 ss.

²¹ Così P. ANELLO e S. RIZZINI BISINELLI, *Commercial paper e cambiali finanziarie dopo la legge n. 43/1994*, cit., 321. Fermo restando che, a detta della dottrina prevalente, è innegabile che tra obbligazioni e cambiali

Stante, infatti, l'accostamento delle cambiali finanziarie alle obbligazioni – enunciato nella stessa Relazione al progetto di legge del 1994 – ci si è a lungo interrogati se il richiamo all'emissione in serie non volesse anche significare la sussunzione dei nuovi strumenti di finanziamento nella categoria dei c.d. "titoli di massa"²².

Occorre notare, altresì, che sul piano prettamente normativo la legge equipara la cambiale finanziaria alla cambiale ordinaria «per ogni effetto di legge», espressione che tenderebbe a ricondurre la fattispecie nell'ambito dei titoli individuali, anche se emessi in serie, piuttosto che nel perimetro dei titoli di massa veri e propri²³. Orbene questa classificazione non è stata sempre pacifica in dottrina²⁴.

È evidente che la particolare spendibilità del credito, compromessa dalla sottoposizione del trasferimento della cessione, diventa materia trascendente il mero rapporto interindividuale emittente-prenditore, proprio della c.d. "sottoscrizione isolata", per assurgere a rango di interesse individuale non disponibile dalla volontà privata²⁵.

La dottrina ha evidenziato che la suddetta equiparazione debba ritenersi valida solo per quanto riguarda la disciplina prettamente civilistica e cartolare, in quanto, per gli aspetti relativi alla disciplina di mercato finanziario e di mercato mobiliare valgono le regole proprie di questo settore e delle sue specifiche esigenze (inapplicabili, viceversa, alla cambiale ordinaria che non ha certo la funzione di raccolta del risparmio tra il pubblico)²⁶.

In particolare, si è ritenuto inconciliabile la circolazione dei titoli cambiari con la loro natura individuale e la possibilità dell'azione di regresso (in origine non esclusa) con la fungibilità propria dei titoli in serie²⁷.

finanziarie esista una differenziazione piuttosto netta. Risulta dunque preferibile l'opinione di chi (G.L. PELLIZZI, *Accettazioni bancarie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1978, I, 142; E. SPANO, *Accettazioni Bancarie*, in *Diz. IRTI*, vol. 3, Milano, 1981, 15; G.L. PELLIZZI, *Le accettazioni bancarie*, cit., 996; G. CASTELLANO, *I titoli di massa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1987, I, 25) esclude l'applicabilità degli artt. 2410 ss. del cod. civ. agli strumenti in esame, nonostante le perplessità agitate da alcuni autori, i quali constatano la innegabile e già accennata contiguità funzionale tra le due categorie di titoli (P. SPADA, *Dai titoli cambiari ai valori mobiliari*, cit., 505).

²² In senso conforme cfr. S. CARLINO, *La cambiale finanziaria*, in G. LAURINI (a cura di), *I titoli di credito*, Milano 2009, 357. Su tali profili cfr. pure G. FAUCEGLIA, *Le obbligazioni emesse dalle banche*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 439 ss.

²³ Cfr. A. URBANI, *Commentario breve alla legislazione sulla cambiale e sugli assegni*, cit., 235.

²⁴ Il testo definitivo approvato dalla legge n. 43/1994 contiene rilevanti differenze dall'originaria stesura del disegno di legge (D-2309 presentato il 26 febbraio 1993), che ha portato i primi commentatori della medesima a differenti interpretazioni sulla natura giuridica e sulla disciplina applicabile a questo nuovo strumento.

²⁵ Quest'angolo di visuale è sviluppato da F. MARTORANO, *Profili cartolari delle cambiali finanziarie*, cit., 142 s.

²⁶ In tal senso v. P. SPADA, *Dai titoli cambiari ai valori mobiliari*, cit., 455 s.

²⁷ Cfr. A. STAGNO D'ALCONTRES, *Tipicità ed atipicità nei titoli di credito*, cit., 270.

Si è così sostenuto che la cambiale finanziaria sia da identificare come una cambiale, anche se volta ad un'ulteriore funzione specifica, e da configurare come una *species* nel più vasto *genus* del vaglia cambiario, con la conseguente applicazione, conforme al dettato legislativo, di tutta la disciplina cambiaria²⁸. La rilevanza dell'emissione in serie e della sottoposizione al regime dei valori mobiliari si coglie(va) in una diversa logica, quella dell'operazione di finanziamento e della tutela del risparmio e del mercato finanziario²⁹. Di tal che, l'accennata assimilazione della cambiale finanziaria ai titoli obbligazionari si reputa(va), comunque, sostenibile, da un punto di vista descrittivo, solo in via di immediata approssimazione³⁰.

L'opinione prevalente era, dunque, nel senso di ritenere che ciò che differenzia le accettazioni bancarie, ed anche le cambiali finanziarie, dalle obbligazioni, è che le prime – seppure emesse in serie – in quanto titoli cambiari, conservano una loro individualità, nonostante si prestino, di fatto, ad un uso di massa: esse, pur presentando molteplici analogie con i titoli obbligazionari – riconducibilità dell'emissione ad un'operazione unitaria di finanziamento, assenza di un nesso coordinativo con un sottostante rapporto di natura commerciale, preventiva determinazione dell'ammontare complessivo dell'operazione, possibilità di serie programmate, caratteristiche omogenee per ciascuna serie – hanno strutturalmente i connotati tipici della tratta, configurandosi come titoli individuali contenenti un'obbligazione letterale ed astratta³¹.

Per giunta, se ci si attiene alla lettera della legge, non c'è dubbio che l'esplicita – già citata – equiparazione «*per ogni effetto di legge*» alle cambiali ordinarie, di cui all'art. 1, 2° comma, legge n. 43/1994, e la stessa denominazione di “cambiale”, inducono a ricondurre tale fattispecie nella categoria dei titoli individuali emessi in serie, e non anche in quella dei titoli di massa.

Pertanto, tenute presenti le distinzioni tra titoli individuali e titoli di massa, la dottrina è giunta ad affermare l'applicazione delle regole cambiarie sulla sottoscrizione – del resto ricompresa tra i requisiti richiamati dall'art. 1 legge 43/1994 – e di quelle sulla circolazione³², sul pagamento e sulla qualità di titolo esecutivo.

²⁸ Così S. CARLINO, *La cambiale finanziaria*, cit., 366 s.

²⁹ Cfr., per tutti, P. MASI, *Primo approccio alle cambiali finanziarie*, cit., p. 586; F. SCHIAVON, *Le nuove cambiali finanziarie: analogie e differenze rispetto ad altri strumenti creditizi*, in *Impresa c.i.*, 1994, 3154.

³⁰ Il promotore della legge n. 43/1994 Giacomo Rosini auspicava, tra l'altro, che le cambiali finanziarie potessero in un prossimo futuro essere trattate sui mercati locali e che si rendessero in tal modo appetibili al pubblico dei piccoli risparmiatori e ai fondi comuni di investimento trovando ampia diffusione.

³¹ Cfr. G.B. FERRI, *Le promesse unilaterali, I titoli di credito*, Milano, 1972, 69; G.L. PELLIZZI, *Accettazioni bancarie*, cit., 142 s.; M. SPINELLI e G. GENTILE, *Diritto bancario*, Padova, 1991, 500; M.V. COZZI, *Rassegna di diritto civile*, 1985, 394.

³² Per ulteriori considerazioni si rinvia a S. CARLINO, *La cambiale finanziaria*, cit., 370.

Ne consegue che, per effetto dell'assunzione della forma giuridica del vaglia cambiario, le cambiali finanziarie devono qualificarsi come promesse incondizionate di pagare la somma emessa sul titolo, interamente assoggettate alla disciplina cartolare dei titoli cambiari e quindi dotate delle caratteristiche dell'incorporazione, della letteralità e dell'astrattezza di questo tipo di titoli.

Del resto, è evidente che una soluzione diversa comporterebbe una ingiustificata incongruenza nel sistema tra emissioni di titoli di massa tipici, con regole certe e severe, e titoli di massa atipici³³, liberi dai vincoli posti da una disciplina positiva, con tutte le storture e inefficienze possibile, specie da un punto di vista eminentemente pratico. Inoltre, i titoli di massa possiedono un più alto grado di incorporazione rispetto ai titoli individuali. Infatti, questi ultimi si innestano per lo più su un rapporto debito-credito già esistente, detto rapporto fondamentale, pur con tutti i limiti di cui agli artt. 1992 ss. del cod. civ., laddove, invece, il titolo di massa non presuppone alcun rapporto tra emittente e prenditore.

Superando le suddette classificazioni, anche alla luce di alcune rilevanti novità recate dal “d.l. Sviluppo”, si è più propensi a ritenere che la cambiale finanziaria sfugga ad una rigida catalogazione, possedendo lo strumento in questione caratteristiche che consentono di classificarla tanto nell'una quanto nell'altra categoria: da una parte, infatti, troviamo caratteri tipici dei titoli di massa, come la dipendenza dell'emissione da un'unica operazione collettiva d'investimento, la fungibilità dei titoli, la destinazione stessa al mercato dei risparmiatori, l'elevato grado di incorporazione del credito nel titolo; dall'altro lato, essa conserva anche connotazioni essenziali riconducibili *tout court* alla fattispecie dei titoli individuali, come per l'appunto la legge di circolazione e la durata dell'investimento.

Più propriamente, occorrerebbe riflettere sul fatto che la differenza sui titoli di massa ed individuali non riguarda il titolo in sé, bensì l'uso che di esso si fa in concreto, scendendo, quindi, da un piano generico ed astratto ad uno specifico e concreto.

5. La disciplina degli strumenti finanziari di raccolta del risparmio. Cenni

³³ Nella prassi è frequente riscontrare l'offerta di strumenti che presentano rendimenti o capitali di rimborso indicizzati in funzione di parametri di riferimento predefiniti, interni ovvero esterni all'emittente. La categoria dei titoli atipici può essere delimitata:

- a) in positivo, nel senso che deve trattarsi di titoli ovvero certificati di massa;
- b) in negativo, nel senso che deve trattarsi di titoli diversi da obbligazioni, titoli similari alle obbligazioni, azioni e quote sociali, titoli similari alle azioni, quote di partecipazione ad OICVM.

La cambiale finanziaria, oltre che dalla legge n. 43 del 1994, è altresì disciplinata dalla delibera del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (CICR) del 3 marzo 1994 (pubblicata nella G.U. n. 58 dell'11 marzo 1994), in gran parte revocata³⁴ dalla delibera dello stesso CICR del 19 luglio 2005, n. 1058 (pubblicata nella G.U. n. 188 del 13 agosto 2005), che ha armonizzato la normativa concernente la raccolta del risparmio da parte dei soggetti non bancari alle norme introdotte con la modifica del diritto societario.

Il comma 3 dell'art. 1 specifica che l'emissione di cambiali finanziarie costituisce raccolta del risparmio ai sensi dell'art. 11 del t.u.b.: esse, infatti, rientrano a pieno titolo tra gli strumenti finanziari di raccolta³⁵. L'art. 11 del t.u.b. – oggetto di una profonda revisione a seguito del d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 3736 – delinea la nozione di raccolta del risparmio, consistente nell'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma (comma 1). Lo svolgimento presso il pubblico di tale attività è vietato ai soggetti diversi dalle banche (comma 2).

³⁴ L'unica parte della delibera CICR del 3 marzo 1994 non revocata dalla successiva delibera del 19 luglio 2005 è il punto 5 il quale stabilisce che, in attesa della revisione del trattamento fiscale delle rendite finanziarie, l'emissione delle cambiali finanziarie è temporaneamente preclusa alle banche.

³⁵ Cfr. BANCA D'ITALIA, *Istruzioni di vigilanza per le banche, Circolare n. 229 del 21 aprile 1999 - 12° Aggiornamento del 21 marzo 2007*, tit. XI, cap. 2 ("Raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche"), sez. IV.

³⁶ Sulla riforma dell'art. 11 del t.u.b. si rimanda a G. DESIDERIO, *L'attività bancaria (fattispecie ed evoluzione)*, Milano, 2004. Come sottolinea G. GRECO, *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*, in *Studi e Note di Economia*, Anno XII, 2007, 1, 120, «*Il d.lgs. n. 37/2004 mira ad una diversa configurazione del concetto di raccolta del risparmio verso il pubblico e dei poteri delle autorità creditizie, coerente con le innovazioni sulla disciplina generale delle società di capitali e con le necessità di tutela del rischio sistemico proprie dell'ordinamento bancario e finanziario*». Come si evince, peraltro, dalla Relazione al testo di legge, il legislatore ha dichiarato di voler «*garantire il massimo grado di applicabilità della riforma del codice alle società bancarie ed a quelle quotate; ciò con il dichiarato obiettivo di offrire anche a queste imprese la possibilità di sfruttare a pieno le potenzialità di sviluppo e di incremento della competitività che la riforma ha inteso mettere a disposizione del mercato, attraverso la riduzione delle complessità e la maggiore duttilità delle forme societarie. Tali linee di intervento hanno dovuto, peraltro, essere coordinate con le ragioni della peculiare disciplina che governa le società bancarie e le società quotate; disciplina che, oltre ad avere storicamente giustificato un trattamento speciale, ha disegnato un sistema di controlli e di garanzie la cui peculiarità e funzionalità va indubbiamente preservata*».

Ai predetti fini, la medesima disposizione: da un lato, esclude talune fattispecie dalla nozione di raccolta del risparmio tra il pubblico; dall'altro, elenca le deroghe al citato divieto nei confronti dei soggetti non bancari. Sotto il primo profilo, non costituisce raccolta del risparmio tra il pubblico la ricezione di fondi connessa all'emissione di moneta elettronica (comma 2-*bis*) o da inserire in conti di pagamento utilizzati esclusivamente per la prestazione di servizi di pagamento (comma 2-*ter*), e quella che, in conformità dei limiti e dei criteri fissati dal CICR, è effettuata presso specifiche categorie di soggetti individuate in ragione di rapporti societari e di lavoro (comma 3).

Sotto il secondo profilo, le previsioni dell'art. 11 (comma 4) escludono l'applicazione del divieto a Stati, organismi internazionali ed enti territoriali, nonché a tutti i casi in cui la raccolta sia effettuata ai sensi di norme di legge. A tale ultimo riguardo, viene espressamente indicata la raccolta effettuata dalle società ai sensi del codice civile mediante obbligazioni, titoli di debito o altri strumenti finanziari. A tutela della riserva di attività delle banche, rimane comunque preclusa la raccolta di fondi a vista ed ogni forma di raccolta collegata all'emissione od alla gestione di mezzi di pagamento a spendibilità generalizzata (comma 5).

Alle più ampie, seppur di riflesso, possibilità di raccolta del risparmio da parte di soggetti non bancari, il legislatore del 2004 ha affiancato un sistema di controllo anch'esso potenziato e costituito dai poteri del CICR individuati ai commi 4-*bis*, 4-*ter* e 4-*quater*.

In primo luogo, al CICR è attribuito il compito di individuare gli strumenti finanziari, comunque denominati, la cui emissione costituisce raccolta del risparmio e di determinare, se non disciplinati dalla legge, limiti all'emissione nonché durata e taglio degli strumenti di raccolta diversi dalle obbligazioni (commi 4-*bis* e 4-*ter*)³⁷. Il Comitato, a fini di tutela della riserva dell'attività bancaria, stabilisce limiti e criteri, anche in deroga al codice civile, per la raccolta effettuata dai soggetti che esercitano nei confronti del pubblico attività di concessione di finanziamenti (comma 4-*quater*).

In un contesto civilistico caratterizzato da un'estensione delle possibilità di accesso al risparmio da parte delle imprese e da un'ampia diversificazione delle tipologie degli strumenti finanziari utilizzabili per la raccolta, la presente disciplina persegue anche finalità

³⁷ La disciplina di attuazione dell'art. 11 t.u.b. è stata dettata con deliberazione del CICR del 19 luglio 2005, successivamente integrata con deliberazione del 22 febbraio 2006 al fine di tener conto delle modifiche apportate al codice civile, in materia di limiti alle emissioni obbligazionarie, dalla l. n. 262/2005. L'intervento del Comitato – che sostituisce e compendia le precedenti deliberazioni adottate in materia – conferma, in linea con le predette indicazioni legislative, le riserve riconosciute in favore delle banche (attività bancaria e raccolta del risparmio tra il pubblico) tenendo conto delle innovazioni introdotte dalla riforma del diritto societario.

antielusive delle regole a tutela delle riserve di attività delle banche, presidiate da sanzioni penali³⁸.

Si aggiunga, infine, che, per effetto della previsione di cui all'art. 129 t.u.b., la Banca d'Italia può richiedere a chi emette od offre strumenti finanziari segnalazioni periodiche, dati e informazioni a carattere consuntivo riguardanti gli strumenti finanziari emessi od offerti in Italia, ovvero all'estero da soggetti italiani, al fine di acquisire elementi conoscitivi sull'evoluzione dei prodotti e dei mercati finanziari. Compete alla Banca d'Italia emanare disposizioni attuative del presente articolo.

6. I nuovi requisiti per l'emissione dei titoli

La disciplina in oggetto prevede alcuni prerequisiti comuni che le imprese devono possedere per poter emettere cambiali e obbligazioni e una serie di caratteristiche che invece riguardano i singoli prodotti finanziari³⁹.

Dal punto di vista soggettivo, ai sensi dell'art. 1, comma 2-*bis*, della legge 43/199440, possono emettere cambiali finanziarie⁴¹ ed obbligazioni le società di capitali nonché le società cooperative e mutue assicuratrici diverse dalle banche e dalle micro-imprese, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, del 6 maggio 2003⁴².

³⁸ La violazione delle prescrizioni dell'art. 11 del t.u.b. e delle relative disposizioni di attuazione è sanzionata penalmente dalle norme sull'abusivismo bancario (artt. 130 e 131 del t.u.b.).

³⁹ Il comma 5-*bis* del "d.l. Sviluppo", aggiunto dalla Camera, inserisce dopo il comma 2 dell'art. 1 della l. n. 43/1994 i nuovi commi da 2-*bis* a 2-*sexies*.

⁴⁰ Cfr. S. CARLINO, *La cambiale finanziaria*, cit., 375 ss. Nel sistema previgente, posto che l'emissione di cambiali finanziarie era consentita a società ed enti con titoli negoziati in un mercato regolamentato ed alle altre società i cui bilanci relativi agli ultimi tre esercizi fossero in attivo, i titoli emessi da società ed enti "non quotati" dovevano essere assistiti da una garanzia che coprisse quanto meno il 50% del valore di sottoscrizione delle cambiali finanziarie, rilasciata da soggetti vigilati; sussisteva infine un divieto assoluto di emissione delle cambiali finanziarie per le società finanziarie non vigilate. L'importo delle cambiali finanziarie emesse, unitamente a quello delle obbligazioni, non doveva eccedere l'importo del capitale versato e le riserve risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato.

⁴¹ A seguito dell'abrogazione dei primi quattro commi dell'art. 32 del "d.l. Sviluppo", la disciplina contenuta nella *Legge di Conversione* sembra fugare i dubbi legati al fatto che le disposizioni di cui all'art. 32 fossero applicabili solo a «società non emittenti strumenti finanziari quotati», come a dire che a seguito della prima emissione di obbligazioni o cambiali finanziarie l'emittente non avrebbe potuto agevolarsi dei benefici introdotti dalla nuova disciplina.

⁴² Per le nozioni di microimpresa, piccola impresa e media impresa la norma in esame rinvia alla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, del 6 maggio 2003, che le definisce in funzione del loro organico e del loro fatturato ovvero del loro bilancio totale annuale:

i) una media impresa è definita come un'impresa il cui organico sia inferiore a 250 persone e il cui fatturato non superi 50 milioni di euro o il cui totale di bilancio annuale non sia superiore a 43 milioni di euro;

ii) una piccola impresa è definita come un'impresa il cui organico sia inferiore a 50 persone e il cui fatturato o il totale del bilancio annuale non superi 10 milioni di euro;

iii) una microimpresa è definita come un'impresa il cui organico sia inferiore a 10 persone e il cui fatturato o il totale di bilancio annuale non superi 2 milioni di euro.

Fino alla riforma l'emissione di cambiali finanziarie era esclusivo appannaggio delle banche.

Dal punto di vista degli strumenti emettibili, in forza delle novità recate dal “d.l. Sviluppo”, le società ivi disciplinate possono, dunque, emettere: a) obbligazioni, come disciplinate dal codice civile; b) cambiali finanziarie; c) obbligazioni partecipative subordinate, cioè strumenti finanziari, aventi una scadenza iniziale uguale o superiore a sessanta mesi, che possono prevedere clausole di subordinazione e di partecipazione agli utili d'impresa. Nello specifico, le società e gli enti non aventi titoli rappresentativi del capitale negoziati in mercati regolamentati o non regolamentati possono emettere cambiali finanziarie purché si dotino dei seguenti requisiti: 1) *sponsor* (banca o impresa di investimento, società di gestione del risparmio (SGR), società di gestione armonizzata, società di investimento a capitale variabile (SICAV), purché con succursale costituita nel territorio della Repubblica) che supporti l'impresa nell'emissione e nel collocamento, ed eventualmente segua l'ammissione a quotazione dei titoli; 2) ultimo bilancio certificato da parte di un revisore contabile o società di revisione iscritta al registro dei revisori⁴³; 3) cambiali e obbligazioni devono circolare solo fra investitori qualificati⁴⁴, così come definiti

⁴³ Il legislatore parla di “certificazione» del bilancio”, così riecheggiando il linguaggio dell'ormai defunto d.P.R. 136/1975, che introdusse per la prima volta nell'ordinamento italiano la revisione legale dei conti. Tuttavia, come osserva A. TENCATI, *Evoluzione delle norme sulle cambiali finanziarie*, in *Persona e danno*, 2012, XI, 4, «Sul piano tecnico la rilevata imperfezione linguistica non produce conseguenze. Basta infatti, come avvenuto riproducendo la norma, sostituire alla “certificazione” del bilancio il “giudizio”, sul medesimo espresso dal revisore legale, per ottenere il contenuto aggiornato dell'obbligo gravante sull'emittente non bancario (non quotato) di cambiali finanziarie».

⁴⁴ La nuova definizione di “investitori qualificati”, contenuta nell' art. 34-ter lett. b, del regolamento Emittenti, è stata allineata, a seguito delle modifiche introdotte nel mese di gennaio 2012, a quella di “cliente professionale” prevista dalla direttiva Mifid e implementata dal regolamento Intermediari, Allegato n.3.

Il suddetto Allegato definisce “cliente professionale” privato: «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», effettuando una distinzione tra “cliente professionale di diritto” (i.e. banche, imprese di investimento) e “cliente professionale su richiesta” (ovverosia quei clienti che fanno espressa richiesta ad un intermediario di essere trattati come clienti professionali, sussistendo una serie di requisiti previsti dal medesimo allegato). Tale modifica, a scanso di equivoci, non significa che nei confronti dell'emittente si applichi la direttiva Mifid o il regolamento Intermediari, ma semplicemente che queste ultime rappresentano le fonti per ricavare la nozione di investitore qualificato ai fini della disciplina in commento.

Dalla modifica apportata al regolamento Emittenti deriverebbero due riflessioni:

i) in primo luogo, rilevarebbe come anche le persone fisiche potrebbero ad oggi rientrare a pieno titolo nella definizione di investitori qualificati ex art. 34-ter del regolamento Emittenti; sul punto si ricorda che in passato il registro delle persone fisiche previsto dall'art. 34-*quater* era di fatto non operativo.

ii) in secondo luogo, che la valutazione circa il possibile *upgrading* del cliente a “professionale” permarrebbe in capo agli intermediari (questa soluzione sembrerebbe coerente con quanto previsto dal medesimo art. 34-ter del regolamento Emittenti che prevede che «le imprese di investimento e gli enti creditizi comunicano la propria classificazione, su richiesta, all'emittente» lasciando intendere che gli emittenti possono fare affidamento sulla classificazione effettuata dagli intermediari).

all'art. 100 del t.u.f., e successive modificazioni⁴⁵. Questi ultimi non possono essere soci della società emittente, né direttamente né indirettamente, neanche per tramite di società fiduciaria o interposta persona. Il rapporto tra imprenditore “scongelato” e investitori professionali (ma non ancora soci) è propedeutico ad una maggiore apertura verso soci di capitale e al rispetto di trasparenza, impegni e obiettivi finanziari che sono i requisiti fondamentali per affacciarsi in borsa in futuro. In presenza di norme volte a favorire gli investitori professionali (fondi specializzati) nella concessione di questi finanziamenti e strutture dedicate a supportare la valutazione e la frammentazione degli importi, la domanda dalle Pmi sarebbe interessante e giustificata da prospettive reali. Nell'impianto originario del “d.l. Sviluppo”, si prevedeva la possibilità di procedere all'emissione di cambiali finanziarie solo per le società che avessero acquisito una valutazione sulla classe di rischio dell'emissione da parte di una società specializzata di *rating*, in possesso dei requisiti di professionalità e di indipendenza previsti dalla legge del 30 aprile 1999, n. 130. Si ricorda che il *rating* può essere definito come la valutazione espressa da un soggetto esterno ed indipendente riguardo alla capacità di un emittente di far fronte puntualmente al pagamento del capitale e degli interessi relativi ad un'emissione di titoli di credito, durante l'intera vita del prestito. Tale valutazione viene espressa secondo il livello di rischio accertato. L'esigenza del *rating* deriva dall'obiettiva asimmetria che sul piano dell'informazione si registra nei mercati finanziari tra diversi operatori, in particolare tra gli intermediari ed i risparmiatori. Allo scopo di fornire in particolare a questi ultimi un quadro di informazioni e conoscenze sintetico ma sufficientemente affidabile sui vari titoli negoziati, si fa ricorso, tra le altre cose, al *rating*, mediante il quale l'investitore acquisisce una valutazione professionale sulla rischiosità dell'investimento e può confrontare agevolmente le diverse opzioni che il mercato offre. Oltre che avvantaggiare l'investitore contribuendo ad attenuare il problema costituito dalla carenza di informazioni, il ricorso al *rating* può risultare conveniente, nonostante i costi che ne derivano, anche per i soggetti emittenti strumenti finanziari che possono sperare di vedere più facilmente collocati i propri titoli a seguito dell'assegnazione di una valutazione positiva da parte di una società di *rating*. Ovviamente, condizione necessaria per l'attendibilità

⁴⁵ L'art. 100 del t.u.f. – rubricato “casi di inapplicabilità” – individua le fattispecie di offerta per le quali non si applicano le disposizioni in materia di “offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita”. L'art. art. 34-ter, lett. a, del regolamento Emittenti (modificato con delibera del 20 gennaio 2012), che implementa e regola le singole ipotesi di esenzione, è stato di recente modificato. Si riportano di seguito alcune delle principali esenzioni:

- a) offerte rivolte a un numero minimo di 150 investitori diversi da investitori qualificati;
- b) offerta rivolte a soli investitori qualificati (nuova definizione);
- c) offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari per un corrispettivo totale di almeno 100.000 per investitore e per ogni offerta separata;
- d) offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari inclusi in un'unica offerta il cui corrispettivo totale sia inferiore a 5 milioni;

del *rating* è il possesso, come esplicitato dalla legge, di alcuni requisiti di professionalità e di indipendenza, in primo luogo rispetto alle emittenti, da parte delle società che lo effettuano. Accertato che le Pmi non quotate in borsa difficilmente hanno un'agenzia che ne valuti la classe di rischio (uno dei tipici ostacoli che impediscono alle piccole e medie imprese di accedere ai mercati finanziari), il "d.l. Sviluppo" prevedeva che esse potessero emettere cambiali finanziarie ed obbligazioni, anche in mancanza di *rating*, purché, tra gli altri requisiti, le emissioni fossero assistite da uno *sponsor*.

7. I compiti dello sponsor

Dopo talune incertezze che hanno caratterizzato l'adozione di una simile figura anche per altri tipi di obbligazioni emesse da società non quotate, lo *sponsor* è stato confinato all'emissione delle cambiali finanziarie.

Il ruolo dello *sponsor*, in pratica, è quello di avvicinare con maggiore facilità le Pmi al mercato del debito ed agli investitori esteri, utilizzando la leva dell'esperienza bancaria, dei Consorzi fidi meglio strutturati o delle imprese di investimento che affiancano le società. Al ruolo di *sponsor* sono anche ammessi soggetti dell'industria finanziaria e della gestione del risparmio, in modo da ampliare l'offerta per le imprese e da accrescere la concorrenza sul nuovo mercato delle emissioni societarie.

Come emerge dal combinato disposto dei comma 2-*bis*, lett. *a* e *b*, e 2-*ter* del testo riformato dell'art. 1 della l. n. 43/1994, lo *sponsor* assiste l'emittente nella procedura di emissione dei titoli con tre principali compiti: a) supportare l'emittente nella fase di emissione e di collocamento, nonché di eventuale ammissione a quotazione dei titoli; b) mantenere nel proprio portafoglio, fino alla naturale scadenza, una quota dei titoli emessi non inferiore al 5 per cento del valore di emissione dei titoli, per le emissioni fino a 5 milioni di euro, al 3 per cento del valore di emissione eccedente 5 milioni di euro, fino a 10 milioni di euro, in aggiunta alla quota precedente, e il 2 per cento del valore di emissione eccedente 10 milioni di euro, in aggiunta alle quote anzidette; c) favorire la liquidità degli scambi (fungendo da *market maker*) sui titoli per tutta la durata dell'emissione, impegnandosi ad assicurare la negoziabilità, almeno a intervalli predefiniti. Lo *sponsor* predispone altresì una valutazione periodica, almeno semestrale, e ogni volta che interviene un elemento straordinario, del valore dei titoli stessi nel caso in cui non siano quotati (il riferimento normativo è costituito dalla Comunicazione della Commissione Europea 2008/C 14/02 e successive modificazioni) tenendo conto della qualità creditizia dell'impresa.

Le categorie di qualità creditizia della Pmi, indicate nella legge, devono essere almeno cinque: ottima, buona, soddisfacente, scarsa, negativa. Questo giudizio deve incrociarsi con il livello di garanzia (elevata, normale o bassa) delle operazioni garantite (art. 1, comma 2-ter, per. III, l. n. 43/1994). «*Lo sponsor rende pubbliche le descrizioni della classificazione adottata*» (art. 1, comma 2-ter, per. IV, l. n. 43/1994).

La previsione di fornire una valutazione del merito creditizio costituisce una novità assoluta nell'attuale panorama delle funzioni attribuite ai soggetti che assistono le società nell'emissione e nel collocamento di strumenti finanziari. Le disposizioni di Borsa Italiana al riguardo richiedono, ad esempio, che le obbligazioni siano state oggetto di un giudizio di *rating* sul merito di credito da parte di un'agenzia di *rating* indipendente locale o internazionale (v. *supra*).

Ciò, per giunta, porta a ritenere che non sia più richiesto in alcun caso (neanche per le emissioni da parte di Pmi, come invece previsto nel testo pre-conversione del “d.l. Sviluppo”) l'apporto dello *sponsor* in relazione alle emissioni obbligazionarie, sebbene rimanga irrisolto l'interrogativo sul significato da attribuire al comma 16 dell'art. 32 del decreto, non abrogato dalla *Legge di Conversione*, che prevede in generale la percentuale di titoli emessi che deve essere mantenuta dallo *sponsor* fino alla scadenza dei titoli stessi.

Tale previsione duplicativa in materia di cambiali finanziarie, potrebbe generare il sospetto che la figura dello *sponsor* sopravviva anche con riferimento alle emissioni obbligazionarie in palese contraddizione con le restanti disposizioni della *Legge di Conversione*.

7.1. Segue: sulle analogie fra lo “*sponsor*” delle cambiali finanziarie e le figure attigue previste dal t.u.f. e dai regolamenti di Borsa Italiana. De jure condendo

La disciplina contenuta nel “d.l. Sviluppo” relativa allo *sponsor* è stata quasi integralmente riposizionata all'interno della legge sulle cambiali finanziarie, con qualche adattamento dovuto alla natura del titolo cambiario⁴⁶. La figura dello *sponsor* introduce, senza dubbio, forti elementi di novità nell'attuale panorama normativo e regolamentare in materia di emissione di titoli di debito. Per la prima volta nell'ordinamento nostrano viene inserita una disciplina di rango primario che individua, nello specifico, le funzioni e le attribuzioni del soggetto incaricato di affiancare l'emittente nell'emissione di strumenti di debito.

⁴⁶ Nella versione pre-conversione, i commi 14, 15, 16 e 17 dell'art. 32 del “d.l. Sviluppo” definivano in maniera puntuale le caratteristiche e i compiti dello *sponsor*. In effetti, le nuove disposizioni, come modificate dalla *Legge di Conversione*, attribuiscono allo *sponsor* un ruolo molto ridotto se confrontato con quanto inizialmente previsto dal decreto, il quale prevedeva in capo allo *sponsor* l'obbligo di garantire la liquidità delle

A tal fine si rileva utile definire con maggior grado di dettaglio tale funzione, alla luce anche nell'ambito di offerte di titoli di debito al responsabile del collocamento o del *lead manager* (i.e. l'intermediario cui viene attribuito, in forza di un apposito contratto stipulato con l'emittente, il compito di curare l'emissione e il collocamento dei titoli).

Tra i compiti sopra elencati, attribuiti allo *sponsor* ai sensi dell'art. 32 "d.l. Sviluppo", vi è, in primo luogo, quello di assistere l'emittente nell'emissione e nel collocamento di cambiali finanziarie. Il principale riferimento normativo al riguardo è costituito, pertanto, dall'art. 93-bis, comma 1, lett. e, del t.u.f. che definisce il responsabile del collocamento come «*il soggetto che organizza e costituisce il consorzio di collocamento, il coordinatore del collocamento o il collocatore unico*». Tale disposizione è contenuta tra le norme volte a disciplinare i profili di responsabilità dell'intermediario che interviene nell'offerta al pubblico nei confronti dell'investitore. In particolare, l'art. 94, comma 9, stabilisce che «*la responsabilità per informazioni false o omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole grava sull'intermediario responsabile del collocamento*» a meno che non provi di aver adottato la dovuta diligenza.

Ferma restando tale disposizione, il compito di determinare le funzioni del responsabile del collocamento nelle operazioni di offerta di titoli di debito è rimesso all'autonomia delle parti, nell'ambito della relativa regolamentazione del rapporto contrattuale (contratti di collocamento o *dealer agreement*).

Nella prassi dei mercati, il *lead manager* o l'*arranger* strutturano l'operazione e curano la costituzione del consorzio di collocamento, gli strumenti vengono di norma sottoscritti dagli appartenenti al consorzio per essere poi ceduti ad altri intermediari e, eventualmente, ove consentito dalla legge, ai soggetti *retail*.

Al riguardo è interessante rilevare come la giurisprudenza, sorta in relazione a controversie in materia di sollecitazione all'investimento, che fornisce – *incidenter tantum* – alcuni elementi utili al fine di connotare con maggior autorevolezza l'attività svolta dal *lead manager*. In tali pronunce si legge, tra le altre cose, che il responsabile del collocamento interviene «*nella prima fase di operazioni di prestiti obbligazionari occupandosi di studio e lancio dell'operazione*» e, pertanto, «*sa (e deve sapere tutto) dell'emittente*».

cambiali finanziarie, di effettuare una valutazione creditizia periodica dell'emittente (e dunque non solo una stima al momento dell'emissione), nonché di svolgere valutazioni a cadenza semestrale dei titoli.

Data questa chiave di lettura, emergerebbero possibili elementi di comunanza tra la figura del *lead manager* e quella dello *sponsor* previsto dal “d.l. Sviluppo”, in quanto, in entrambi i casi, l’accento viene posto sull’effettivo grado di conoscenza e sul rapporto privilegiato di tali soggetti con l’emittente, già nella fase di studio e progettazione. Inoltre, appare alquanto plausibile che l’intermediario che riveste il ruolo di *sponsor* di cui al decreto Sviluppo, sia “collocatore unico”, “coordini il collocamento” ovvero “organizzi e costituisca il consorzio di collocamento”, con l’effetto che tale soggetto potrebbe farsi rientrare nella definizione stessa di responsabile del collocamento.

I compiti attribuiti allo *sponsor* non si esauriscono, tuttavia, nell’attività di assistenza e collocamento nell’emissione ma includono, altresì, una forma di assistenza continua fino alla scadenza delle relative cambiali finanziarie emesse, oltre che una valutazione del merito creditizio dell’emittente. L’obbligo di detenzione di una parte dei titoli originariamente previsto è stato oggetto delle successive modifiche intervenute in sede di conversione del decreto.

Si aggiunga che tali ulteriori funzioni attribuite allo *sponsor* – le cui finalità sembrerebbero potersi rintracciare nell’esigenza di tutelare gli investitori nonché in quella (forse eccessiva) di proteggere l’emittente – parrebbero ispirarsi ad ulteriori figure che assistono l’emittente in relazione all’emissione di titoli quotati nei mercati regolamentati.

In particolare, nel processo di ammissione alla quotazione rileva la figura dello *sponsor* o *listing partner*. L’art. 51, lett. a, del regolamento Emittenti della Consob definisce tale soggetto come «l’intermediario che collabora con l’emittente nella procedura di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato degli strumenti finanziari comunitari». Occorre precisare, tuttavia, che, anche alla luce dei regolamenti di Borsa Italiana, tale figura rilevi in special modo con riferimento all’ammissione a quotazione di titoli di capitale⁴⁷.

Con particolare riguardo all’emissione di obbligazioni rileverebbe, invece, la figura dello *specialist*, il cui intervento è richiesto dal regolamento di Borsa Italiana per le negoziazioni che si svolgono nel mercato telematico obbligazionario (MOT), al fine di sostenere la liquidità per gli strumenti finanziari negoziati. Dunque, mentre la necessità di una simile figura risulta connessa ad un’esigenza di liquidità, l’obbligo di *retention* delle cambiali finanziarie sembra basato sull’assunto che se un investitore istituzionale mantiene in portafoglio i prodotti di un emittente, tali prodotti possono ritenersi ragionevolmente sicuri.

⁴⁷ Nell’ambito del regolamento di Borsa Italiana, ad esempio, sono indicate i requisiti e le caratteristiche che deve avere lo sponsor in caso di *Initial Public Offer* (IPO).

Giova infine richiamare la figura – anch’essa prevista dal regolamento di Borsa Italiana – del *nomad*. Sebbene tale figura rilevi ai fini dell’accesso al mercato azionario gestito da Borsa Italiana (AIM Italia – “Mercato Alternativo dei Capitali”), si segnala come tra i compiti di tale soggetto vi sia quello di «*valutare l’appropriatezza della società ai fini dell’ammissione al mercato, supportarla al fine di mantenere un profilo adeguato di trasparenza informativa nei confronti degli investitori, stimolare l’attenzione da parte della società al rispetto delle regole derivanti dall’essere quotata su AIM Italia*».

In tale figura sembrerebbero, pertanto, ritrovarsi alcuni di quei caratteri dell’“assistenza continua” e dell’“obbligo di monitoraggio” previsti in capo allo *sponsor* dal “d.l. Sviluppo”.

8. Durata minima e massima e ammontare complessivo dei titoli in circolazione: i nuovi limiti

La *Legge di Conversione* si propone di migliorare l’*appeal* la cui durata passa dagli originari 3-12 mesi (quindi strumenti a breve termine) 48 a 1-36 mesi (strumenti da brevissimo termine a medio/lungo termine). Per quanto riguarda la durata minima, la stessa avrebbe la funzione di impedire di fatto la raccolta di risparmio con strumenti a vista, riservata alle banche, tramite il periodico rinnovo dei titoli di durata brevissima⁴⁹. Questa preoccupazione è stata salvaguardata dal legislatore riducendo la durata minima al primo mese, in quanto la durata di tre mesi impedisce l’uso della cambiale finanziaria in situazioni di discesa dei tassi e limita grandemente l’uso di questo strumento per la copertura di punte di fabbisogni di tesoreria, come avviene in altri Paesi. Con riferimento alla durata massima, si ricorda che la cambiale finanziaria ha un ulteriore vantaggio rispetto, ad esempio, al certificato di investimento: è un titolo esecutivo e, come tale, ha la priorità nel pagamento da parte dell’emittente rispetto ad un altro titolo⁵⁰. La cambiale finanziaria è, dunque, per il sottoscrittore, un titolo intrinsecamente meno rischioso di altri titoli e per le banche una forma di indebitamento meno soggetta a sofferenza. È importante sfruttare questa caratteristica delle cambiali finanziarie allorquando l’emittente intende effettuare una raccolta di risparmio a più lunga scadenza, oggettivamente più rischiosa di una a breve. Questa è la *ratio* per cui nella proposta di legge C.7035 si è previsto di allungare anche la durata massima delle cambiali finanziarie portandola sino a diciotto mesi, proprio per permettere l’utilizzazione di questo strumento intrinsecamente meno rischioso per la raccolta del risparmio a medio termine.

⁴⁸ Secondo F. MARTORANO, *Profili cartolari delle cambiali finanziarie*, cit., 137 s., prima delle accennate modifiche, la *ratio* dell’art. 1, comma 1, l. n. 43/1994 «*risiedeva nella volontà del legislatore di assicurare, da un lato, con l’esclusione della scadenza a vista, una certa stabilità della raccolta, dall’altro, una spendibilità del titolo sul mercato secondario ed, al contempo, un ragionevole contemperamento della predeterminazione degli oneri finanziari dell’operazione con le previsioni sull’andamento dei tassi di interesse sul mercato monetario*». A detta dell’Autore, una siffatta esigenza risultava, in

La modifica della durata massima delle cambiali finanziarie è diretta a permettere la nascita di titoli di debito a medio termine emessi dalle piccole e medie imprese; analogamente è stata esclusa la limitazione che si intendeva apporre all'emissione in serie, che sarebbe stata di ostacolo per configurare un piano di ammortamento dell'operazione finanziaria⁵¹ in caso di emissione di titoli con scadenza diversa. La previsione nel "d.l. Sviluppo" che limitava l'ammontare massimo di cambiali finanziarie in circolazione al totale dell'attivo corrente dell'impresa rilevabile dall'ultimo bilancio certificato è stata sostituita con il mero obbligo dello *sponsor* di segnalare agli investitori il superamento di tale soglia. Per le società strutturate in forma di gruppi di imprese il bilancio di riferimento può essere quello consolidato⁵². Come specificato dal comma 2-ter dell'art. 1, «*per attivo corrente si intende*

definitiva, pienamente soddisfatta sia che si adottasse «*la tecnica della data certa che quella del certo tempo data, restando escluse soltanto le forme di scadenza indeterminata*».

⁴⁹ Il legislatore del '94 ha adottato una soluzione relativamente disfunzionale: si è scelta una durata minima eccessiva, la quale ha finito con il rendere inidonea la cambiale finanziaria per la raccolta di risparmio a brevissimo termine. Gli altri sistemi che conoscono la *commercial paper* hanno optato per durate minime sensibilmente più brevi, variabili da 1 giorno (Canada, Svezia, Finlandia, Belgio, Francia e Regno Unito) ad 1 mese (Spagna ed Australia), o non hanno previsto alcuna durata minima (Norvegia); in ogni caso, la durata tipica del titolo, in tali sistemi, è di circa 2 mesi, comunque inferiore a quella stabilita originariamente dall'ordinamento italiano.

⁵⁰ Questi titoli traggono origine dalla delibera CICR del 3 marzo 1994 che, sostanzialmente, li accomuna alle cambiali finanziarie; si tratta però di strumenti finanziari di tipo completamente diverso per natura e funzione, in quanto titoli non cambiari destinati alla copertura di operazioni di finanziamento a medio/lungo termine. Hanno in comune alle cambiali finanziarie il taglio minimo, non inferiore a cento milioni di lire, nonché i limiti quantitativi all'emissione e le garanzie, ma differiscono da queste per ogni altro elemento; infatti, hanno scadenza non inferiore a 12 mesi, non devono obbligatoriamente essere emessi in serie e possono circolare anche "al portatore". Completamente diverso è lo *status* giuridico dei titoli non emessi in serie: tale analisi esula però dall'oggetto di questo contributo. I certificati di investimento costituiscono, quindi, uno strumento di raccolta del risparmio alternativo a quello obbligazionario, idoneo a soddisfare esigenze finanziarie di medio e lungo periodo, utilizzabile peraltro da tutte le figure di società di capitali.

⁵¹ Giova segnalare che l'art. 1 della proposta A.S. 1670, tesa ad apportare cambiamenti alla normativa vigente in materia di cambiali finanziarie, modificava la durata delle cambiali finanziarie. In particolare, tramite una novella all'art. 1, comma 1, della legge n. 43 del 1994:

- i) la durata minima delle cambiali finanziarie veniva ridotta da tre mesi ad un mese dalla data di emissione;
- ii) il limite massimo di scadenza veniva incrementato da dodici mesi a sessanta mesi.

Veniva altresì soppressa l'attuale limitazione dell'emissione delle cambiali finanziarie in serie.

⁵² L'ammontare della raccolta effettuata mediante obbligazioni e gli altri titoli sopra specificati non poteva eccedere, nel complesso, il limite del capitale versato e delle riserve risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Il decreto del CICR del marzo 1994 disponeva inoltre che la Banca d'Italia, sentita la Consob, proponesse le caratteristiche, anche di durata e di taglio, dei predetti titoli al Ministro del tesoro, per l'emanazione di

l'importo delle attività in bilancio con scadenza entro l'anno dalla data di riferimento del bilancio stesso. Nel caso in cui l'emittente sia tenuto alla redazione del bilancio consolidato o sia controllato da una società o da un ente a ciò tenuto, può essere considerato l'ammontare rilevabile dall'ultimo bilancio consolidato approvato».

9. La dematerializzazione delle cambiali finanziarie

Quando la l. 43/1994 fu scritta, le cambiali finanziarie – aventi (*ex art. 1, comma 2, l. 43/1994*), oltre alla loro specifica denominazione, i contenuti dei comuni pagherò cambiari (*art. 100 r.d. 14 dicembre 1933, n. 1669*) – erano redatte esclusivamente su supporto cartaceo. La descritta situazione si è protratta fino all'innovazione recata dall'*art. 32, comma 7, d.l. 83/2012* convertito.

È d'uopo osservare, al riguardo, come in merito ai titoli di credito di massa sia in corso un vero e proprio processo di dematerializzazione del titolo, tramite il quale ai documenti si sostituiscono scritturazioni che mediante dispositivi telematici trasferiscono il titolo senza operazioni materiali di movimentazioni di carte.

In un mercato finanziario globalizzato composto quasi completamente da titoli dematerializzati e trattato telematicamente, la presenza di titoli privi di tale requisito ha dato luogo ad una situazione completamente anacronistica.

Tale procedimento, avviato in un primo momento per i titoli di Stato, ha trovato un particolare impulso a seguito del decreto legislativo introduttivo dell'euro⁵³, il quale, nel disciplinare espressamente gli strumenti finanziari de materializzati, ha escluso che i medesimi possano essere incorporati in un documento materiale⁵⁴. È, infatti, opportuno rilevare che nella generica dizione “dematerializzazione” vengono compresi istituti differenti quanto a struttura ed effetti: si distingue così la semplice dematerializzazione della circolazione del titolo di credito dalla sua dematerializzazione integrale (o decartolarizzazione). Nel primo caso il documento ancora esiste e la dematerializzazione riguarda solo il profilo della circolazione dei diritti; nel secondo, invece, il documento non

apposito decreto, tenendo presente, comunque, che il taglio minimo degli strumenti diversi dalle obbligazioni non avrebbe dovuto essere inferiore a cento milioni di lire, che la durata avrebbe dovuto permettere di distinguere tra i due strumenti di raccolta e che le ulteriori caratteristiche avrebbero dovuto assicurare la fungibilità tra titoli di una stessa emissione.

⁵³ Si tratta del d.lgs. 24 giugno 1998, n. 213, recante “*Disposizioni per l'introduzione dell'EURO nell'ordinamento nazionale, a norma dell'articolo 1, comma 1, della legge 17 dicembre 1997, n. 433*”, pubblicato nella G.U. n. 157 dell'8 luglio 1998 – S.O. n. 116.

⁵⁴ Cfr. sul punto F. DI SABATO, *Istituzioni di diritto commerciale*, Milano, 2004, 427, il quale osserva che «nonostante l'esclusione del dato materiale costituito dal documento, la procedura di dematerializzazione è stata operata in modo tale da non escludere la qualifica di titolo di credito per tutti i titoli dematerializzati, permanendo i più rilevanti caratteri tipici, pur con gli adattamenti del caso, della fattispecie-titolo di credito».

viene neppure ad esistenza. Nel sistema italiano le possibili forme con le quali si realizza la dematerializzazione coesistono. Dato costante ed essenziale del fenomeno è l'immissione dei titoli di credito in un sistema c.d. gestione accentrata, con il quale viene affidato ad un solo soggetto il compito di custodire, amministrare e sovrintendere alle operazioni di trasferimento ed esercizio dei diritti inerenti ai titoli di credito e agli strumenti finanziari dematerializzati.

Si è reso pertanto imprescindibile incidere su questa caratteristica della cambiale finanziaria rendendola immateriale senza però intaccare la sua natura di titolo esecutivo che, come sopra evidenziato, permette alla stessa di offrire una rischiosità ai sottoscrittori inferiore agli altri titoli di debito. Questi obiettivi antitetici possono essere raggiunti solo incanalando l'emissione delle cambiali finanziarie tramite gli intermediari vigilati (banche ed finanziarie) i quali possono agire da "notai", certificando verso i terzi l'esistenza dell'emissione delle cambiali finanziarie e delle loro caratteristiche (importo, taglio, data di emissione e scadenza, ammontare dei proventi, caratteristiche dell'emittente, poteri di firma dell'emittente, esistenza della garanzia laddove prevista) e dell'identità del possessore virtuale in relazione alle varie girate comprovate dalle scritture di acquisto e di vendita del titolo presso di loro originate da ordini di acquisto e di vendita da parte della clientela. Per effetto delle modifiche contenute nel "d.l. Sviluppo", la disciplina della cambiale finanziaria viene snellita e avvicinata alla "carta commerciale", strumento, come si è detto, largamente in uso sui mercati finanziari internazionali.

A tal fine il comma 7 dell'art. 32 del "d.l. Sviluppo" introduce nella legge n. 43 del 1994 l'art. 1-*bis*, fornendo la possibilità, finora esclusa, di emettere le cambiali finanziarie anche in forma dematerializzata, posto l'obiettivo di favorirne la circolazione, lo scambio e la liquidabilità tra gli operatori del mercato⁵⁵. Quest'ultima disposizione introduce nella l. n. 43/1994 l'art. 1-*bis*, il cui primo comma si apre mantenendo fermo quanto previsto dall'art. 83-*bis*, comma 1, del t.u.f. Tale norma, inaugurando la disciplina degli strumenti finanziari

⁵⁵ L'art. 3 della citata proposta A.S. 1670 interveniva in materia di sollecitazione all'investimento introducendo all'art. 4 della l. n. 43 del 1994 un nuovo comma 1-*bis*. Esso prevedeva che, nei casi di emissione di cambiali finanziarie sulla base di un programma, il termine per gli adempimenti previsti dal decreto legislativo n. 58 del 1998 a carico degli offerenti strumenti finanziari, relativamente alla sollecitazione all'investimento, venisse fissato in misura non superiore a dieci giorni. Secondo la relazione illustrativa al disegno di legge tale norma andava incontro alle esigenze dei soggetti emittenti, a detta i quali i tempi delle procedure per gli adempimenti relativi alla sollecitazione all'investimento degli investitori non professionali, stabiliti in via generale dalla Consob, sarebbero «*incompatibili con le caratteristiche di questo genere di strumenti di debito, i quali esigono decisioni di emissione e di classamento rapidissime*».

dematerializzati, prescrive che: «*gli strumenti finanziari negoziati o destinati alla negoziazione sui mercati regolamentati italiani non possono essere rappresentati da documenti*».

La norma in oggetto, richiamando i «documenti»⁵⁶ – anziché i «*titoli, ai sensi e per gli effetti della disciplina di cui al titolo V, libro IV, del codice civile*», come previsto dall'originario art. 83-*bis*, comma 1, t.u.f. – dichiara *apertis verbis* che gli strumenti finanziari dematerializzati hanno disciplina *autonoma* da quella dei titoli di credito. Altrettanto deve ritenersi per le cambiali finanziarie «*emesse (...) in forma dematerializzata*» (art. 1-*bis*, comma 1, per. I, l. n. 43/1994).

Per accedere alla dematerializzazione dei titoli, il legislatore introduce una procedura specifica. L'emittente deve rivolgersi esclusivamente ad una società autorizzata alla prestazione del servizio di gestione accentrata di strumenti finanziari (SGA), attraverso tempi e modalità descritti nell'art. 32. A questa deve inviare una richiesta con la promessa incondizionata di pagare alla scadenza le somme dovute ai titoli delle cambiali (che risultano dalle scritture contabili degli intermediari)⁵⁷.

La richiesta deve contenere: a) l'ammontare dell'emissione; b) l'importo di ogni singola cambiale; c) il numero delle cambiali; d) l'importo dei proventi, totale e suddiviso per singola cambiale; e) la data di emissione; f) gli elementi specificati nell'art. 100, comma 1, nn. da 3 a 7, del r.d. 14 dicembre 1933, n. 1669 (quindi indicazione della scadenza, del luogo di pagamento, nome di colui al quale o all'ordine del quale deve farsi il pagamento, data e luogo in cui il vaglia è emesso, sottoscrizione dell'emittente)⁵⁸; g) le eventuali garanzie a supporto dell'emissione, complete di identità del garante e ammontare della garanzia; h) l'ammontare del capitale sociale versato ed esistente alla data dell'emissione; i) la denominazione, l'oggetto e la sede dell'emittente; l) l'ufficio del registro al quale l'emittente è iscritto. La dematerializzazione delle cambiali finanziarie, tuttavia, costituisce una mera facoltà (testimoniata dall'«*anche*», presente all'art. 1 *bis*, comma 1, per. I, l. 43/1994). Qualora detta facoltà sia esercitata, le cambiali finanziarie sono soggette, «*ove compatibili*», alle «*disposizioni contenute nel capo II del titolo II della parte III del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni*» (art. 1-*bis*, comma 4, l. 43/1994). Le richiamate

⁵⁶ Innovazione recata a quest'ultima norma dall'art. 2, comma 4, lett. a, d.lgs. 18 giugno 2012, n. 91.

⁵⁷ È il caso di ritenere che il firmatario della richiesta debba specificare e documentare i propri poteri di firma, che sono controllati a cura e sotto la responsabilità dell'intermediario, che verifica altresì l'esistenza dei requisiti per procedere all'emissione. La girata delle cambiali dematerializzate può avvenire a cura dell'intermediario, previo ordine di vendita da parte dell'ordinante e di acquisto da parte del nuovo sottoscrittore con le modalità in uso per gli ordini di titoli. Le scritture contabili dell'intermediario certificano il possesso del titolo dematerializzato, l'impegno condizionato al pagamento della somma relativa alle cambiali e i relativi diritti e ogni altro effetto giuridico derivante dall'emissione.

⁵⁸ Trasferendo alle cambiali finanziarie dematerializzate requisiti propri del pagherò cambiario cartaceo, il legislatore sottolinea infatti ulteriormente l'autonomia della presente normativa da quella ordinaria sulle cambiali (dettata dal tuttora vigente r.d. 1669/1933).

norme del t.u.f. dettano la disciplina della gestione accentrata degli strumenti finanziari e si suddividono in: sez. I. (artt. da 83-*bis* ad 83-*duodecies* d.lgs. 58/1998): «*gestione accentrata in regime di dematerializzazione*»; sez. II. (artt. da 84 ad 89 d. lgs. 5/1998): «*gestione accentrata di strumenti finanziari rappresentati da titoli*».

Il richiamo di entrambe le sezioni del capo II del titolo II della parte III del d.lgs. 58/1998 conduce a configurare – per le cambiali finanziarie dematerializzate – un regime tanto di dematerializzazione “forte” (con completa scomparsa della *chartula*), quanto di dematerializzazione “debole” – dove il supporto cartaceo ancora esiste, ma la circolazione dei titoli è scritturale, grazie al loro «*deposito accentrato*» presso la SGA59. Ciononostante l’inciso iniziale dell’art. 1-*bis*, comma 1, per. I, l. n. 43/1994 (che tiene fermo l’art. 83-*bis*, comma 1, t.u.f.) fa propendere per l’applicazione della sola dematerializzazione «forte».

Ne consegue che, in funzione del vaglio di compatibilità, debba ritenersi applicabile l’intero *corpus* delle disposizioni sulla «*gestione accentrata in regime di dematerializzazione*», (parte III, titolo II, capo II, sez. I, t.u.f.). Fanno eccezione esclusivamente le disposizioni in materia di rilascio e gestione delle comunicazioni e certificazioni necessarie per esercitare i diritti dei soci nelle società quotate.

La disciplina della cambiale finanziaria dematerializzata si conclude con la sua esenzione dall’imposta di bollo, fatta salva l’esecutività del titolo (art. 1-*bis*, comma 5, l. 43/1994) 60. Si introduce in tal guisa un’eccezione all’art. 104, comma 1, r.d. 1669/1933, ove si precisa che, ferma restando la validità dei titoli cambiari fiscalmente irregolari, «*essi (...), se non siano stati regolarmente bollati originariamente, o nel tempo prescritto dalla legge, non hanno la qualità di titolo esecutivo*»⁶¹.

⁵⁹ In tal senso v. A. TENCATI, *Evoluzione delle norme sulle cambiali finanziarie*, cit., 10. Sui vari tipi di dematerializzazione cfr. M. CIAN, *Note sui rapporti tra il nuovo diritto societario e il regime di dematerializzazione*, in *Giur. com.*, 2, 2004, 315 ss.; ID., *Dematerializzazione*, in *ED Annali*, II (2), 2008, 313.

⁶⁰ Come osserva A. TENCATI, *Evoluzione delle norme sulle cambiali finanziarie*, cit., 12, l’art. 1-*bis*, comma 5, l. n. 43/1994 ha tolto spazio ad un procedimento artificioso, in guisa da superare gli adempimenti imposti dall’art. 104, 2° co., r.d. 1669/1933. Posto che la norma impedisce al portatore l’esercizio dei “diritti cambiari” finché non proceda alla regolarizzazione dal punto di vista fiscale della cambiale, che però non diventa titolo esecutivo, il portatore stesso poteva recuperare l’«esecutività del titolo» provvedendo a:

- a) regolarizzare il bollo, pagando le relative sanzioni pecuniarie;
- b) utilizzare la cambiale regolarizzata per ottenere un decreto ingiuntivo, oltretutto provvisoriamente esecutivo *ex lege* (art. 642, comma 1, c.p.c.);
- c) procedere ad esecuzione forzata sulla scorte del provvedimento monitorio.

Viceversa, nell’ipotesi in cui la cambiale finanziaria risulti dematerializzata, è possibile procedere immediatamente alla notifica del precetto – precisa l’Autore – , «*disponendo il creditore di un idoneo titolo esecutivo. La l. 43/1994 riformata, peraltro, nulla dice circa la tutela del debitore. È d’altra parte inutile cercarla nelle norme sulla dematerializzazione degli strumenti finanziari, atteso che le azioni non sono titoli esecutivi, indipendentemente dall’essere cartacee o dematerializzate. Sostenendo l’autonomia delle norme su titoli dematerializzati da quella relativa ai corrispondenti cartacei, non è applicabile l’art. 64 r.d. 1669/1933, sulla sospensione dell’“esecuzione cambiaria”*».

⁶¹ Così, ancora, A. TENCATI, *Evoluzione delle norme sulle cambiali finanziarie*, cit., 12.

10. Il sistema delle deroghe

Con il comma. 5-*bis* dell'art. 32 si introduce un compiuto sistema di deroghe volto ad integrare il contenuto dell'art. 1 della legge n. 43/1994 per rendere più flessibile la disciplina delineata nel testo novellato.

Ai sensi del nuovo comma 2-*quater* dell'art. 1 l. n. 43/1994, in deroga a quanto previsto dal comma 2-*bis*, lett. *a*, si prevede che le società diverse dalle medie e dalle piccole imprese, come definite dalla citata raccomandazione 2003/361/CE della Commissione europea, possano rinunciare alla nomina dello *sponsor*. In altri termini, le cosiddette «grandi imprese non quotate», potranno decidere autonomamente se avvalersi o meno dell'ausilio di uno *sponsor* nel contesto delle operazioni di emissione di titoli di debito.

In linea con il comma precedente, il successivo comma 2-*quinqies*, introduce, inoltre, la possibilità di derogare al requisito di cui al comma 2-*bis*, lett. *b* (obbligo per lo *sponsor* di mantenere nel proprio portafoglio, fino alla naturale scadenza, una quota dei titoli emessi), qualora l'emissione sia assistita, in misura non inferiore al 25% del valore di emissione, da garanzie prestate da una banca o da un'impresa di investimento, ovvero da un consorzio di garanzia collettiva dei fidi per le cambiali emesse da società aderenti al consorzio.

Infine, il comma 2-*sexies* prevede che per un periodo di diciotto mesi dalla data di entrata in vigore della disposizione di cui al comma 2-*bis*, lett. *c*, si può derogare all'obbligo, ivi previsto, di certificazione del bilancio, qualora l'emissione sia assistita, in misura non inferiore al 50% del valore di emissione delle cambiali, da garanzie prestate da una banca o da un'impresa di investimento, ovvero da un consorzio di garanzia collettiva dei fidi per le cambiali emesse da società aderenti al consorzio. In tal caso la cambiale non può avere durata superiore ai diciotto mesi.

11. Il trattamento fiscale: le modifiche

Le cambiali in questione, per renderne sempre più diffuso l'utilizzo, si intendono esenti – come si è già accennato – dall'imposta di bollo prevista all'art. 6 della tariffa allegata al decreto d.P.R. 26 ottobre 1972, n. 642, ferma restando comunque l'esecutività del titolo.

Il decreto (commi 8, 9, 10) allinea poi il regime fiscale delle obbligazioni e dei titoli similari emessi da società non quotate a quello più favorevole delle società quotate. In particolare, al fine di rendere neutrale la scelta fra diverse tipologie di strumenti di credito (obbligazioni, cambiali finanziarie e prestiti bancari), il trattamento fiscale della cambiale finanziaria è uniformato a quello delle obbligazioni societarie, sotto il profilo dell'accesso alle agevolazioni fiscali in tema di: 1) deducibilità degli interessi; 2) esenzione dall'obbligo di ritenuta.

In merito al primo profilo, si prevede che la disposizione contenuta nell'art. 3, comma 115, della l. n. 549/1995, sulla parziale indeducibilità degli interessi e degli altri proventi corrisposti su obbligazioni e titoli similari (attualmente pari al 20%)⁶², non si applichi nel caso in cui le obbligazioni e le cambiali finanziarie, emesse da società non emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, diverse dalle banche e dalle micro-imprese, siano sottoscritte da investitori qualificati che non siano soci della società emittente. In tal modo si rendono deducibili gli interessi (vale a dire nei limiti del 30% dell'Ebitda risultante dall'ultimo bilancio approvato) su tali titoli uniformando il trattamento fiscale fra emittenti nel caso di titoli sottoscritti da investitori qualificati non soci per evitare abusi e arbitraggi fiscali.

Riguardo invece al secondo profilo, allo scopo di rendere efficiente anche per gli investitori stranieri la possibilità di sottoscrivere le obbligazioni, allineando la nostra normativa a quella dei principali Paesi comunitari, si estende l'esenzione da ritenuta, che il d.lgs. n. 239/1996⁶³ prevede per le obbligazioni emesse dai c.d. "grandi emittenti" (banche e società quotate), anche alle obbligazioni emesse dalle società non emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, diverse dalle banche e dalle micro-imprese, a decorrere dalla data di entrata in vigore della norma in commento⁶⁴.

⁶²L'art. 3, comma 115 t.u.i.r., di cui l'art. 32 del "d.l. Sviluppo" prevede espressamente la disapplicazione al ricorrere di determinate condizioni, consente la deducibilità degli interessi passivi solo a determinate condizioni. In particolare, si prevede che «*gli interessi passivi sono deducibili a condizione che, al momento di emissione, il tasso di rendimento effettivo non sia superiore: a) al doppio del tasso ufficiale di riferimento, per le obbligazioni ed i titoli similari negoziati in mercati regolamentati degli Stati membri dell'Unione europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo, o collocati mediante offerta al pubblico ai sensi della disciplina vigente al momento di emissione; b) al tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi, delle obbligazioni e dei titoli similari diversi dai precedenti. Qualora il tasso di rendimento effettivo all'emissione superi i limiti di cui al periodo precedente, gli interessi passivi eccedenti l'importo, derivante dall'applicazione dei predetti tassi sono indeducibili dal reddito di impresa*».

⁶³Invero, già l'art. 5 della proposta A.S. 1670 includeva le cambiali finanziarie tra gli strumenti finanziari ai quali non si applicherebbe, ai sensi dell'art. 1 del d.lgs. n. 239 del 1996 ("Modificazioni al regime fiscale degli interessi, premi ed altri frutti delle obbligazioni e titoli similari, pubblici e privati"), la ritenuta alla fonte di cui all'art. 26 del d.P.R. n. 600 del 1973 ("Disposizioni comuni in materia di accertamento delle imposte sui Redditi"). Conseguentemente, a tali cambiali finanziarie si sarebbe applicata l'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi, secondo quanto previsto dall'art. 2, comma 1, del medesimo d.lgs. n. 239 del 1996. Si ricorda che secondo la disciplina di cui all'art. 26, comma 1, del d.P.R. n. 600 del 1973, i proventi delle cambiali finanziarie sono assoggettati alla ritenuta del 12,5%. Peraltro, se i titoli sono emessi da società o enti, diversi dalle banche, il cui capitale è rappresentato da azioni non negoziate in mercati regolamentati ovvero da quote, si applica l'aliquota agevolata del 12,5 per cento (anziché del 27 per cento) a condizione che al momento dell'emissione, il tasso di rendimento effettivo non sia superiore al doppio del tasso ufficiale di riferimento, per le obbligazioni e i titoli similari negoziati in mercati regolamentati italiani o collocati mediante offerta al pubblico ai sensi della

È stata eliminata, in sede di conversione, la previsione (*ex* comma 12, ora abrogato) con cui si introduceva in capo all'emittente l'obbligo di comunicazione entro trenta giorni all'Agenzia delle entrate dei dati relativi alle emissioni di titoli di debito e similari non negoziati su mercati regolamentati, con finalità di monitoraggio antielusione.

Il comma 13 prevede, infine, la deducibilità fiscale degli oneri per l'emissione delle cambiali finanziarie, delle obbligazioni e dei titoli similari di cui all'art. 1 del d.lgs. n. 239 del 1996, nell'esercizio del quale vengono sostenuti, indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio adottato.

12. Obbligazioni per Pmi (“minibond”)

L'art. 32, nei commi da 18 a 26, d.l. 83/2012 convertito legittima le società «diverse dalle banche e dalle microimprese»⁶⁵ ad emettere obbligazioni postergate e partecipative. L'istituto non è una novità assoluta per l'ordinamento italiano, perché l'art. 2411 del cod. civ. già disciplina le obbligazioni subordinate e partecipative.

In breve, le novità consistono:

- a) nei soggetti legittimati ad emettere le obbligazioni in esame;
- b) nella scadenza, pari o superiore a 36 mesi;
- c) nella miglior definizione delle condizioni, ricorrendo le quali è consentito prevedere la «subordinazione ad altri creditoris», ovvero la partecipazione ai risultati d'impresa⁶⁶.

disciplina vigente all'atto dell'emissione, ovvero al tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi, per le obbligazioni e i titoli similari diversi dai precedenti. Tale quadro normativo è stato tuttavia modificato per effetto dell'introduzione, a decorrere dal 1° gennaio 2012, dell'aliquota unica del 20 per cento sui redditi di natura finanziaria prevista dall'art. 2 del d.l. n. 138 del 2011 (“*Ulteriori misure urgenti per la stabilizzazione finanziaria e per lo sviluppo*”). In particolare, a decorrere dal 1° gennaio 2012:

b) l'art. 26, comma 1, del d.P.R. n. 600 del 1973, viene modificato prevedendo che sui proventi di obbligazioni, titoli similari e cambiali finanziarie si operi una ritenuta del 20 per cento;

a) alle obbligazioni e titoli similari di cui al citato art. 2, comma 1, del d.lgs. n. 239 del 1996 si applica l'aliquota del 20 per cento (anziché del 12,50 per cento) agli interessi, ai premi e ad ogni altro provento maturati a partire dal 1° gennaio 2012.

⁶⁴ A. SEGRETO e A. CARRATO, *La cambiale*, cit., 732 e 738 s.

⁶⁵ Sono quelle «il cui organico sia inferiore a 10 persone e il cui fatturato o il totale di bilancio annuale non superi 2 milioni di euro»: v. art. 2, comma 3, Allegato alla Raccomandazione della Commissione UE 6 maggio 2003, n. 361/2003/CE, *GUCE*, 20 maggio 2003, L 124.

⁶⁶ La disciplina ora sintetizzata si collega a quella codicistica sulle obbligazioni, sulla quale bisogna, ovviamente, rinviare alla copiosa bibliografia esistente in materia: si vedano, *ex multis*, R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni (artt. 2410 - 2420 ter c.c.)*, in A. SCIALOJA, G. BRANCA e F. GALGANO (a cura di), *Commentario del codice civile - libro V Del lavoro – società*, Bologna - Roma, 2005; A. BARTALENA, *Le nuove obbligazioni*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2005, 548 ss., F. SIGNORELLI, *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2006, 62 ss.;

L'art. 32 del “d.l. Sviluppo”, oltre a riformulare la disciplina delle cambiali finanziarie, introduce la possibilità per le società non emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, diverse dalle banche e dalle micro-imprese, di emettere obbligazioni “ibride”, in cui siano previste clausole di partecipazione agli utili e/o di subordinazione, purché con scadenza uguale o superiore a trentasei mesi (art. 32, comma 19)⁶⁷.

La clausola di partecipazione regola la parte del corrispettivo che spetta al portatore del titolo, commisurandola al risultato economico dell'impresa. Tali obbligazioni vengono, pertanto, assoggettate alla disciplina del codice civile che le assimila a strumenti di patrimonializzazione, potendo prevedere una remunerazione in parte fissa e in parte variabile (nella forma di remunerazione commisurata al risultato economico dell'esercizio dell'impresa).

La legge, tuttavia, fissa anche un limite alla discrezionalità delle parti, prevedendo che la suddetta somma (parte variabile) sia proporzionata al rapporto tra obbligazioni partecipative in circolazione e capitale sociale, aumentato della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato (art. 32, comma 21).

Come specificato nel comma 22, le regole di calcolo della parte variabile del corrispettivo sono fissate all'atto dell'emissione, non possono essere modificate per tutta la durata del prestito, sono dipendenti da elementi oggettivi e non possono discendere, in tutto o in parte, da deliberazioni societarie assunte in ciascun esercizio di competenza. Infine, la variabilità del corrispettivo riguarda la remunerazione dell'investimento e non si applica al diritto di rimborso in linea capitale dell'emissione (comma 23).

La parte fissa del corrispettivo riconosciuto al portatore del titolo non può comunque essere inferiore al tasso ufficiale di riferimento *pro tempore* vigente. È prevista, inoltre, una sorta di cedola annuale, che va versata entro 30 giorni dal bilancio

PISANI, *Le obbligazioni*, in *Il nuovo diritto delle società – Liber amicorum Gianfranco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA E G.B. PORTALE, vol. I, Torino, 2007; G. GIANNELLI, *Obbligazioni (strumenti finanziari)*, in *Il diritto - Enciclopedia giuridica*, X, 2007, 221; L. BENVENUTO, *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari*, Torino, 2011; A. TULLIO, *La postergazione*, Padova, 2009.

⁶⁷ Per interessanti spunti di analisi cfr. L. PARRELLA, *Raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche*, in *Dir. banc. merc. Fin.*, 2006, 1, 87 ss.; N. SALANITRO, *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, 553 ss.

Attraverso la clausola partecipativa il titolo consente, quindi, di modulare gli esborsi finanziari in funzione dei risultati d'impresa, favorendo la sostenibilità delle fasi di rapida sviluppo o di ristrutturazione, in cui i flussi di cassa possono essere sotto tensione per investimenti e per ricostituzione dei margini operativi.

La clausola di subordinazione, contenuta nel regolamento del prestito, definisce inoltre i termini di postergazione del portatore del titolo rispetto ai diritti degli altri creditori della società che hanno la precedenza, ad eccezione dei sottoscrittori del solo capitale sociale. In tal modo si rafforza la struttura finanziaria dell'impresa tutelando meglio le ragioni creditorie dei clienti e dei fornitori, nonché dei creditori ordinari e garantiti. Al riguardo il comma 20 dell'art. 32 precisa che *«Alle società emittenti titoli subordinati si applicano le norme di cui all'articolo 2435 del codice civile. Le emissioni di obbligazioni subordinate rientrano tra le emissioni obbligazionarie e ne rispettano i limiti massimi fissati dalla legge»*.

Tale richiamo sembra lasciar intendere, tra l'altro, la possibilità di emettere tali strumenti anche sotto forma di titoli obbligazionari convertibili.

Uno dei passi più significativi compiuti dalla riforma del diritto societario del 2003 è stato quello del riconoscimento della legittimità di alcuni tipi speciali di obbligazioni. La riforma ha inteso infatti conferire piena legittimità ad alcune tipologie di obbligazioni le cui caratteristiche mirano nella maggior parte dei casi ad incrementare l'appetibilità di tali titoli agli occhi dei risparmiatori. Se, infatti, le uniche ad essere previste e disciplinate dall'ordinamento erano le obbligazioni convertibili in azioni con procedimento diretto, il legislatore ha colto l'occasione della summenzionata riforma per estendere l'area dei tipi disciplinati (o, meglio, esplicitamente ammessi, considerando che non vengono dettate specifiche regole), così ulteriormente confermando e in certi casi estendendo l'elasticità della fattispecie obbligazionaria.

In sintesi il nuovo art. 2411 del cod. civ. ha recepito le istanze del mercato dei capitali consentendo, in particolare, al primo comma dell'art. 2411 del cod. civ. di riconoscere espressamente la legittimità delle obbligazioni postergate o subordinate, in cui il diritto degli obbligazionisti alla restituzione del capitale ed agli interessi può essere subordinato – parzialmente o integralmente – alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società.

Il secondo comma consente che i tempi e l'entità del pagamento degli interessi possano variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società⁶⁸.

⁶⁸ Rimangono ancora fuori dall'espresso riconoscimento normativo, e pertanto non regolamentate, le obbligazioni con *warrant* e le obbligazioni convertibili con cosiddetto "procedimento indiretto", attraverso il quale vengono offerte in conversione azioni di società diversa dall'emittente il titolo obbligazionario. Parimenti

Il terzo comma estende l'ambito di applicazione delle norme in tema di obbligazioni anche agli strumenti finanziari che condizionano i tempi e l'entità del rimborso all'andamento economico della società.

La lettura coordinata dei tre commi dell'art. 2411 del cod. civ. porterebbe, peraltro, ad escludere dalla fattispecie obbligazionaria quegli strumenti che prevedono anche la perdita del capitale, posto che il secondo comma di tale articolo sembrerebbe chiarire che il massimo rischio dell'obbligazionista sia quello della perdita della remunerazione⁶⁹. Può darsi che il diritto al rimborso del capitale sia esigibile dopo che siano stati soddisfatti gli altri creditori sociali o alcune categorie di essi o che sia condizionato allo scioglimento della società emittente ma non può mai mancare né può essere reso aleatorio attraverso il condizionamento all'andamento economico della società, dovendosi in tal caso ricondurre la fattispecie a quella non già delle obbligazioni ma degli strumenti finanziari di cui al terzo comma⁷⁰. La *ratio* della disposizione contenuta nel "d.l. Sviluppo" è quella appunto di consentire, tramite la clausola di subordinazione, un rafforzamento del capitale senza intaccare l'equilibrio societario e proprietario, mantenendo la coesione e la determinazione dell'assetto di comando aziendale. Senz'ombra di dubbio si è in presenza di una novità assoluta e soprattutto di uno strumento che potrebbe agevolare molti processi di vera ristrutturazione o di ingresso di capitali "vaganti" di privati in imprese anche di piccola dimensione. Anche per le obbligazioni partecipative subordinate è prevista la presenza di uno *sponsor*: è lecito domandarsi, a tal proposito, a cosa serva se, come ritiene la maggior parte degli osservatori, si tratta di operazioni molto vicine a quelle di *private equity* e per imprese medio-piccole. Venendo ad illustrare le innovazioni in materia di regime tributario, va segnalato che qualora l'emissione con clausole partecipative contenga anche la clausola di subordinazione e comporti il vincolo a non distribuire capitale sociale (se non nei limiti dei dividendi sull'utile d'esercizio) per l'intera durata dell'emissione, la parte variabile del corrispettivo costituisce oggetto di specifico accantonamento per onere nel conto dei profitti e delle perdite della società emittente (trattasi pertanto un costo) e, ai fini dell'applicazione delle imposte sui redditi (Ires), è computata in diminuzione del reddito dell'esercizio di competenza, in deroga all'art. 109, comma 1, lett. a, del t.u.i.r. Dunque, ad ogni effetto di legge gli utili netti annuali si considerano depurati da detta somma. La parte variabile del corrispettivo, inoltre, non è soggetta alle norme in materia di usura.

sono state escluse dalla riforma e non disciplinate, nonostante la loro diffusione, le obbligazioni *reverse convertible*, le obbligazioni a premio, le obbligazioni in valuta estera, le obbligazioni irredimibili o *perpetual notes*. Salvo ricomprenderle nel terzo comma dell'art. 2411; si veda sul punto R. CAVALLO BORGIA, *cit.*, 78 ss.

⁶⁹ Cfr. F. SIGNORELLI, *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2006, 62.

⁷⁰ Cfr. A. BARTALENA, *Le nuove obbligazioni*, *cit.*, 548.

13. *Il superamento dei limiti di cui all'articolo 2412 del cod. civ.*

L'art. 32, comma 26, del "d.l. Sviluppo" sostituisce il comma 5 dell'art. 2412 c.c. con il seguente: «*I commi primo e secondo non si applicano alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni*».

L'art. 2412 del cod. civ. prevede che le società possano emettere obbligazioni al portatore o nominative per una somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle risorse disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato (comma 1)⁷¹.

La disciplina sancisce l'applicazione dei limiti previsti dal codice civile alle emissioni di ogni tipo di strumento finanziario di raccolta, con l'obiettivo di evitare elusioni derivanti da una diversa qualificazione giuridica degli strumenti utilizzati.

Il limite *debt-to-equity* può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali, fermo restando che, in caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali.

Il comma 5 dello stesso art. 2412 del cod. civ., prima della modifica apportata dal "d.l. Sviluppo", stabiliva l'inapplicabilità dei commi 1 e 2, sopra riportati, alle sole società emittenti obbligazioni con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati, con la conseguenza che i suddetti limiti trovavano applicazione per quelle società che, pur emettendo obbligazioni destinate ad essere negoziate nei mercati regolamentati, non erano quotate⁷².

⁷¹ Secondo la medesima impostazione, per le società a responsabilità limitata e le cooperative alle quali si applicano le norme sulle società a responsabilità limitata, le emissioni di strumenti finanziari di raccolta sono consentite in osservanza di quanto previsto rispettivamente dagli artt. 2483 ("sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale") e 2526 ("sottoscrizione da parte di investitori qualificati degli strumenti privi di diritti amministrativi") del cod. civ. L'emissione di strumenti finanziari si pone come spazio aperto offerto alle società cooperative, in modo tale da integrare significativamente il sistema delle loro fonti di finanziamento. Per un'interessante analisi ricostruttiva della normativa *de qua* si rinvia a G. GRECO, *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*, cit., 115 ss.

⁷² Il legislatore aveva, dunque, mantenuto l'espressione "destinate ad essere quotate", sebbene ritenuta formula di incerta applicazione, che rilevava, peraltro, già nella precedente versione dell'art. 2412 cod. civ. Al riguardo la

14. *Osservazioni conclusive*

In conclusione, le novità introdotte dal “d.l. Sviluppo” ampliano il mercato dei titoli a medio termine che possono essere emessi dalle imprese e soprattutto da quelle piccole e medie, garantisce la tutela del sottoscrittore, data la natura di titolo esecutivo della cambiale finanziaria, riduce il costo dell’indebitamento delle imprese, fornisce agli investitori istituzionali uno strumento per far confluire il risparmio alle piccole e medie imprese ed, infine, incentiva la capitalizzazione delle imprese, soprattutto medio/piccole, per il fatto che l’emissione di cambiali finanziarie è correlata al valore del capitale sociale.

La strada intrapresa sembra, pertanto, essere quella giusta, sebbene si rinvergano alcuni elementi che ancora una volta potrebbero limitare il successo della nuova disciplina.

Il primo riguarda gli strumenti coinvolti: il “d.l. Sviluppo” individua cambiali finanziarie, bond e obbligazioni partecipative subordinate. La differenza tra i primi due è la durata. Le cambiali vanno da 1 a 36 mesi, le obbligazioni fino a 60 mesi, mentre quelle partecipative oltre i 60 mesi, con la possibilità di riconoscere una remunerazione dello strumento composta da interesse e partecipazione ai risultati di impresa. È necessario capire se l’esecutività dei titoli, esplicitata per le cambiali, sia estesa anche agli altri strumenti.

Poi c’è lo *sponsor* che «*deve assistere la società nella procedura di emissione dei titoli*», e mantenere in portafoglio determinate quote dell’emissione sino a scadenza. L’esistenza di uno *sponsor*, l’esigenza che questi «*assicuri la liquidabilità dei titoli...*», la necessità che emetta semestralmente dei “pareri”, sembrano preludere all’apertura di un mercato secondario ancora da inventare.

La disciplina dell’emissione, che sembra poco adatta non solo alle imprese di piccole dimensioni, ma anche a quelle di medie dimensioni che sono i reali potenziali utilizzatori di tali titoli, desta alcune perplessità. Non si condivide, in particolare, l’introduzione dell’obbligo di *sponsor* per le emissioni di cambiali finanziarie e obbligazioni; si ritiene, al riguardo, che la scelta di prevedere in via obbligatoria la presenza dello *sponsor*:

1) non sia di reale utilità per gli emittenti e per gli investitori, posto che la decisione di avvalersi di un intermediario dovrebbe restare in capo all’impresa;

dottrina aveva osservato che «*l’ammissione a quotazione non costituisce condizione imprescindibile e preliminare al fine di avvalersi della deroga, ma può intervenire successivamente alla delibera di emissione, ed eventualmente anche dopo la data di emissione*» (così A. GIANNELLI, *Sub art. 2412 cod. civ., Commentario alla riforma delle società*, diretto da P.G. MARCHETTI, A. BIANCHI, F. GHEZZI e M. NOTARI, Milano, 2008, 117). Secondo l’Autore, risulterebbe «*necessario che, al momento della delibera di emissione, la quotazione costituisca per la società elemento essenziale del prestito obbligazionario (e ciò risulti espressamente dalla delibera stessa) e che la società si sia adoperata diligentemente per fare tutto quanto in suo potere al fine di ottenerla*».

2) aumenta in modo consistente, anche per via degli oneri che tale soggetto deve assumere, i costi di emissione e quindi riduce la convenienza al ricorso a strumenti alternativi al canale bancario, penalizzando proprio le Pmi che hanno maggiori difficoltà di accesso al credito;

3) è immotivata considerato anche il fatto la circolazione dei titoli è limitata agli investitori qualificati.

La dematerializzazione “forte” dei documenti è un fattore che sicuramente abbatta i costi legati alla loro emissione e circolazione. Resta ora da vedere se l’eliminazione del supporto cartaceo, unitamente alle altre disposizioni illustrate nel presente lavoro, darà effettivamente una mano alla diffusione delle cambiali finanziarie.

Con le modifiche all’art. 8 del decreto viene ora precisato che la deducibilità degli interessi è estesa alle obbligazioni e alle cambiali finanziarie emesse da società non quotate (*«non emittenti strumenti finanziari rappresentativi del capitale di debito»*).

Sembrirebbe, peraltro esclusa l’applicabilità alle società non quotate, ma aventi obbligazioni o altri strumenti finanziari quotati, della disciplina dettata dal “d.l. Sviluppo” (e confermata dalla *Legge di Conversione*) in materia di clausole di partecipazione agli utili e di subordinazione. Tale disciplina sembra, infatti, letteralmente applicabile unicamente alle società “non emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione (art. 19 “d.l. Sviluppo”).

In queste battute conclusive ci si è limitati a sollevare alcuni dubbi e a proporre spunti di riflessione; sicuramente la discussione su questi ed altri profili è ancora in atto alla ricerca delle soluzioni migliori, ma la delicatezza del tema non permette errori o incertezze. Sia ben chiaro: non esiste uno strumento finanziario privo di rischi. La sua efficacia è legata alla possibilità di esporre gli investitori a rischi calcolati, coniugata a economicità e liquidità.

