

LIBERA UNIVERSITÀ INTERNAZIONALE DEGLI STUDI SOCIALI  
LUISS GUIDO CARLI

FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

Tesi di Laurea in Diritto Commerciale Progredito

LE NUOVE CAMBIALI FINANZIARIE PER IL FINANZIAMENTO  
DELLE SOCIETÀ

RELATORE

PROF. GIAN DOMENICO MOSCO

CORRELATORE

PROF. ANDREA PALAZZOLO

CANDIDATO

FRANCESCO MARIA CIARALLI

ANNO ACCADEMICO 2012/2013

## INDICE

### LE NUOVE CAMBIALI FINANZIARIE PER IL FINANZIAMENTO DELLE SOCIETÀ

## INDICE

### CAP. I – NATURA E FUNZIONE DELLA CAMBIALE FINANZIARIA

1. - La raccolta non bancaria del risparmio per il finanziamento delle imprese.
2. - Natura giuridica dell'istituto cambiale finanziaria.
3. - La cambiale finanziaria quale valore mobiliare.
4. - I soggetti interessati all'emissione e alla circolazione delle cambiali finanziarie.
5. - Relazioni tra cambiale finanziaria e altri strumenti di debito per il finanziamento delle società; profili comparatistici.

### CAP. II – LA DISCIPLINA ANTE RIFORMA

1. - Il quadro normativo.
2. - Connotati del titolo.
3. - Profili soggettivi e requisiti per l'emissione.
4. - Il regime di circolazione.
5. - La cambiale finanziaria come strumento finanziario. La tutela del pubblico risparmio prima della riforma.
6. - Vantaggi economici dell'investimento nella cambiale finanziaria.

### CAP. III – LA “NUOVA” CAMBIALE FINANZIARIA INTRODotta CON D.L. 83/2012

1. - La “nuova” cambiale finanziaria fra continuità e cambiamento.
2. - Connotati del titolo.

## INDICE

3. - Profili soggettivi e requisiti per l'emissione.
4. - Lo *sponsor* e la rilevanza del *rating*.
5. - La "nuova" cambiale finanziaria come strumento finanziario e il regime di dematerializzazione.
6. - Vantaggi economici dell'investimento nella cambiale finanziaria.

## CAP. IV - RILIEVI CRITICI SULLA DISCIPLINA

1. - *Pro e contra* della precedente disciplina sulla cambiale finanziaria (l. 43/1994).
2. - La l. 43/1994: elementi empirici relativi a vent'anni di applicazione e proposte di riforma.
3. - La "nuova" cambiale finanziaria: opportunità per le società a responsabilità limitata; conclusioni.

## BIBLIOGRAFIA GENERALE E ANALITICA

## CAPITOLO PRIMO

## NATURA E FUNZIONE DELLA CAMBIALE FINANZIARIA

## 1. – LA RACCOLTA NON BANCARIA DEL RISPARMIO

La legge 13 gennaio 1994, n. 43 ha introdotto nell'ordinamento italiano l'istituto cambiale finanziaria, nell'ambito di un complessivo processo di riforma della normativa in materia creditizia e finanziaria<sup>1</sup>. L'esigenza economica, al cui soddisfacimento è preordinata l'introduzione della cambiale finanziaria, si rinviene nella necessità per le imprese di reperire capitale di credito a breve termine, secondo modalità meno onerose rispetto alle ordinarie forme di intermediazione bancaria<sup>2</sup>. Tale esigenza di una più vasta gamma di strumenti di indebitamento si motiva in ragione dell'accresciuto fabbisogno finanziario delle imprese, con la conseguente necessità di ridurre i costi delle fonti esterne di finanziamento. Sicché l'onerosità del credito bancario, subordinato alla concessione di garanzie di tipo reale o personale, unitamente alla necessità di ridurre l'esposizione alla volatilità dei tassi di interesse e dei corsi valutari, ha indotto le imprese a rivolgersi direttamente al mercato per approvvigionarsi di risorse finanziarie<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> PELLIZZI (SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *Commentario breve al diritto delle cambiali, degli assegni e di altri strumenti di credito e mezzi di pagamento*, Padova, 2008, p. 242) ha posto in evidenza la relazione intercorrente tra la legge 43 del 1994 ed altri provvedimenti coevi che hanno interessato la materia finanziaria, "culminati" nel testo unico bancario (d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385) e nel testo unico di intermediazione finanziaria (d.lgs. 24 febbraio 1998, 58), considerandoli parte del medesimo "processo di profondo e radicale rinnovamento della normativa in materia creditizia e finanziaria". RIGHINI E. (*Corr. Giur.* 94, p. 528), citato da PELLIZZI, ha peraltro indicato che, tra i vari interventi legislativi menzionati, quello in materia di cambiale finanziaria si segnala per essere l'unico ad aver disciplinato lo strumento per sé considerato e non, invece, i soggetti operanti sul mercato e le loro attività.

<sup>2</sup> Secondo la Relazione accompagnatoria al progetto di legge (A.C. 2309, XI Legislatura), obiettivo dell'intervento legislativo è facilitare l'accesso delle imprese al "capitale di credito a minor costo rispetto alla normale intermediazione bancaria". La Relazione presenta, inoltre, le cambiali finanziarie – volte a soddisfare il fabbisogno di breve termine delle imprese – come strumento complementare alle obbligazioni, "ordinario strumento di indebitamento a medio termine".

<sup>3</sup> RAZZANTE (LIACE G. – RAZZANTE R. (a cura di), *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale – vol. XII Finanziamento alle imprese*, Torino, 2005, p. 291) individua come particolarmente

La legge 43 del 1994 è stata preceduta, dunque, dall'introduzione in via di prassi di strumenti d'indebitamento volti a consentire la raccolta del risparmio direttamente tra il pubblico, determinando un processo di *disintermediazione bancaria*. La diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese ha consentito, oltre che il reperimento di capitale di credito a minor costo rispetto al credito bancario, una redistribuzione dei rischi connessi all'indebitamento, comportando "maggiore flessibilità nella gestione del debito da parte delle imprese"<sup>4</sup>.

Risulta rilevante notare che il fenomeno di *disintermediazione bancaria*, per le modalità in cui si è realizzato in concreto, lungi dal comportare una compressione del ruolo delle banche nel mercato finanziario<sup>5</sup>, si è tradotto in un ampliamento dei servizi offerti alle imprese proprio dagli intermediari bancari<sup>6</sup>. Il collocamento sul mercato dei nuovi strumenti

---

interessate alla raccolta non bancaria del risparmio tra il pubblico le piccole e medie imprese che, a causa della ridotta visibilità su scala nazionale ed *a fortiori* internazionale, unitamente all'esigua compagine sociale, sono necessitate a rivolgersi al sistema creditizio per il loro approvvigionamento finanziario. L'esigenza di prestare garanzie per accedere al credito bancario comporta la riduzione del numero di imprese in grado di ottenere un finanziamento, nonché una compressione della redditività attesa degli investimenti finanziari.

Mette conto considerare, tuttavia, come i titoli d'indebitamento alternativi al credito bancario – per le caratteristiche di taglio minimo e per l'entità delle commissioni che l'impresa deve sostenere – sono difficilmente accessibili alle imprese di limitate dimensioni, restando *de facto* riservati ai prenditori di grandi dimensioni. Con riguardo alle principali operazioni che hanno avuto per oggetto tali strumenti di debito, cfr. MORI M., *Dall'U.S. commercial paper alla cambiale finanziaria*, Padova, 1995, p.26 e BOMPANI A. – CATELANI E., *Project bond & commercial paper*, Milano, 2012, p. 105 con riferimento alle *commercial papers*; MORI M., *Dall'U.S. commercial paper alla cambiale finanziaria*, Padova, 1995, p.48s con riferimento alle polizze di credito commerciale; SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 242 e LIACE G. – RAZZANTE R. (a cura di), *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale – vol. XII Finanziamento alle imprese*, Torino, 2005, p. 298 con riferimento alle cambiali finanziarie.

<sup>4</sup> SPAGNUOLO, (SPAGNUOLO D., *L'esperienza delle commercial papers negli Stati Uniti ed in Europa – Profili di disciplina generale*, p. 26 in FAUCEGLIA G.(a cura di), *La raccolta non bancaria del risparmio tra il pubblico*, Torino, 1996). L'Autore evidenzia, altresì, che il finanziamento delle imprese è divenuto, in virtù del ricorso a differenti mezzi di finanziamento, un vero e proprio "strumento di politica industriale", con riferimento sia al fabbisogno finanziario di medio-lungo termine, segnatamente per investimenti, sia per quanto attiene alla gestione ordinaria.

<sup>5</sup> SPAGNUOLO, (SPAGNUOLO D., *L'esperienza delle commercial papers negli Stati Uniti ed in Europa – Profili di disciplina generale*, p. 26 n<sup>2</sup>, in FAUCEGLIA G.(a cura di) *op. cit.*) rileva che "lo stesso sviluppo dei mercati tende a mettere in forse l'effettività di un processo di disintermediazione bancaria, che sembra risolversi in una modificazione del ruolo delle banche e delle tecniche di intermediazione delle stesse nei flussi di capitali."

<sup>6</sup> Le opportunità per le banche dischiuse dai nuovi strumenti di indebitamento sono prese in considerazione da MORI (MORI M., *op. cit.*, pp. 14ss con riferimento alle *commercial papers* e pp. 61ss con riferimento alle polizze di credito commerciale), la quale afferma come non vadano sottovalutati i "risvolti favorevoli" per le banche, rappresentati dall'ampliamento della gamma di produzione bancaria.

di debito, unitamente alla prestazione delle garanzie eventualmente richieste, è sovente posto in essere dalle banche, le quali hanno così l'opportunità di diversificare i propri impieghi<sup>7</sup>. Si delinea, in tal modo, un'alternativa tra credito bancario diretto, consistente nell'immediata erogazione di fondi dalle banche alle imprese, ed intermediazione negli strumenti non bancari, nel cui ambito la banca – in veste di garante o di sottoscrittore di titoli da collocare sul mercato – *veicola* le risorse dai risparmiatori alle imprese, le quali non sarebbero, senza l'intervento bancario, in grado di assicurare i requisiti di affidabilità richiesti dal mercato<sup>8</sup>.

Il contesto economico, nel cui ambito sono invalsi in via di prassi strumenti d'indebitamento alternativi al credito bancario, si caratterizza per la diffusione del fenomeno noto come cartolarizzazione o *securitization*, disciplinato in Italia dalla legge 130 del 1999. Tale fenomeno consiste nella cessione a titolo oneroso di crediti o debiti pecuniari da parte di un soggetto (*originator*) ad altro soggetto (*special purpose vehicle*) che emette titoli rappresentativi di tali diritti, destinati ad essere collocati ed acquistati sul mercato. Tale pratica risponde alla medesima esigenza che ha determinato l'affermazione di mezzi finanziari alternativi al credito bancario, cioè l'approvvigionamento di risorse a condizioni più vantaggiose di quelle ottenibili tramite il credito bancario<sup>9</sup>. Rileva FAUCEGLIA<sup>10</sup> che – attraverso le cartolarizzazioni –

---

PELLIZZI (SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L, *op. cit.*, p. 242) significativamente afferma che “nonostante i cennati profili di disintermediazione bancaria, nei fatti, ed anche qui per molteplici ragioni tecniche, l'emissione di cambiali finanziarie dovrebbe piuttosto incentivare l'emittente ad un rapporto privilegiato con una banca di riferimento.”

<sup>7</sup> BELLACOSA, (BELLACOSA A., *Le accettazioni bancarie*, p. 53n<sup>1</sup>, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*) nota – con riferimento alle accettazioni bancarie - come “un primo impulso alla diffusione dei c.d. crediti di accettazione è venuto dalle misure di contingentamento del credito che, applicandosi inizialmente ai soli crediti per cassa, spinsero le banche a trovare canali alternativi di operatività”.

<sup>8</sup> La riflessione sul rilievo che la partecipazione di un intermediario bancario dispiega in un'operazione volta alla raccolta non bancaria del risparmio (sic) è posta in evidenza dai principali commentatori, si segnala, *ex multis*, BELLACOSA (BELLACOSA A., *Le accettazioni bancarie*, p. 79s, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*), il quale ritiene che la garanzia bancaria valga addirittura a sottrarre le accettazioni bancarie alla riserva di cui all'art. 11 TUB, relativa alla raccolta del risparmio tra il pubblico. L'Autore cita TROIANO (TROIANO V., *sub art 11*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di CAPRIGLIONE F., Padova, 1994, p. 77), il quale afferma: “l'utilizzo del canale bancario o finanziario per la diffusione ed il perfezionamento di operazioni di raccolta di risparmio di credito tra il pubblico diviene oggi (...) indice di serietà dell'iniziativa, tale da configurare un'adeguata protezione delle ragioni creditorie dell'investitore.”

<sup>9</sup> A tal proposito SPAGNUOLO (SPAGNUOLO D., *L'esperienza delle commercial papers negli Stati Uniti ed in Europa – Profili di disciplina generale*, p. 27, in FAUCEGLIA G.(a cura di) *op. cit.*) pone gli strumenti cartolarizzati su un piano di complementarità rispetto alle *commercial papers*: come questi ultimi strumenti assolvono al finanziamento esterno non bancario di breve termine dell'impresa, così i primi sono utilizzati nel medio periodo.

<sup>10</sup> FAUCEGLIA G., *Introduzione*, p. 2, in FAUCEGLIA G. (a cura di), *op. cit.*

le imprese sono in grado di “rafforzare la liquidità delle loro attività” con la conseguenza di poterle cedere “senza incorrere in rilevanti costi di transazione e senza incappare nelle oscillazioni improprie delle quotazioni”.

In tale contesto la legge 13 gennaio 1994, n. 43 ha introdotto nell’ordinamento italiano la cambiale finanziaria, in esito ad un processo il cui inizio risale al disegno di legge 1372, presentato in Senato nel 1985. Il legislatore italiano ha, dunque, inteso offrire alle imprese uno strumento d’indebitamento equivalente<sup>11</sup> alle *commercial papers* diffuse nella prassi internazionale, tramite cui le imprese emittenti possono accedere direttamente al mercato del risparmio per sopperire alle esigenze finanziarie di breve termine<sup>12</sup>.

La necessità di introdurre il nuovo strumento si motiva in virtù della preoccupazione esplicitata dal Legislatore nella presentazione del disegno di legge: “per quanto concerne il mercato italiano, si è venuta a creare, per effetto dell’assenza di una specifica regolamentazione dei *commercial papers* ed in conseguenza della recente liberalizzazione valutaria, una situazione paradossale, rappresentata dalla possibilità, per le imprese italiane con filiali all’estero, di emettere *commercial papers* in conformità alla legislazione di tali paesi stranieri, e di collocare successivamente i titoli medesimi sul mercato italiano”<sup>13</sup>.

La legge 13 gennaio 1994, n. 43, lungi dal costituire un intervento sistematico<sup>14</sup>, rientra in un *microsistema normativo*<sup>15</sup>, la cui chiave di volta si rinviene nell’art. 11 TUB con il relativo

---

<sup>11</sup> Il legislatore, nella Relazione accompagnatoria alla legge 43 del 1994, si esprime nei seguenti termini: “le cambiali finanziarie, o *commercial papers*, sono nella prassi internazionale strumenti finanziari a breve termine in virtù dei quali le imprese autorizzate all’emissione possono fare direttamente ricorso al mercato del risparmio.” Mette conto rilevare (SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 242) che le cambiali finanziarie possono essere accostate – sia sotto il profilo della natura giuridica sia sotto quello della funzione svolta – solo alle *commercial papers* quali conosciute nella prassi internazionale e soprattutto nordamericana. La versione italiana delle *commercial papers*, quale conosciuta in via di prassi prima dell’entrata in vigore della l. 43 del 1994, nota come *polizza di credito commerciale*, non può essere accostata all’istituto cambiale finanziaria, trattandosi – secondo le ricostruzioni accolte in dottrina – di un titolo improprio o di un documento di legittimazione. Si veda *infra* Cap. I – Par. 5. *Relazioni tra cambiale finanziaria e altri strumenti di debito per il finanziamento delle società; profili comparatistici*.

<sup>12</sup> Sulla volontà del Legislatore di concepire la cambiale finanziaria come uno strumento di breve termine complementare alle obbligazioni, destinate all’approvvigionamento finanziario di medio termine delle imprese, vedi *supra* nota 2.

<sup>13</sup> AMATO V., *Lavori preparatori della l. 13 gennaio 1994, n. 43*, p. 128, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*

<sup>14</sup> A tal proposito, subito dopo l’entrata in vigore della l. 43 del 1994, SPADA scriveva di “leggina” sulle cambiali finanziarie (SPADA P., *Dai titoli cambiari ai valori mobiliari (suggerimenti della “leggina” sulle cambiali finanziarie)*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1995, p. 500).

<sup>15</sup> CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 137, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*

corredo di norme secondarie emanate in attuazione<sup>16</sup>. Tali norme sono costituite dalla deliberazione 3 marzo 1994 del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (pubblicata sulla *Gazz. Uff.* n. 58 dell'11-3-1994) e dal decreto ministeriale 7 ottobre 1994 (pubblicato sulla *Gazz. Uff.* n. 242 del 15-10-1994), entrambi sostituiti dalla deliberazione emanata dal Cicer in data 19 luglio 2005 (pubblicata sulla *Gazz. Uff.* n. 188 del 13-8-2005). Completano il sistema le Istruzioni di vigilanza, emanate dalla Banca d'Italia con provvedimento del 2-12-1994 (115° aggiornamento della circolare n. 4 del 1988 "Istruzioni di vigilanza per gli enti creditizi" - nuovo cap. LX, pubblicato sulla *Gazz. Uff.* n. 289 del 12-12-1994.), seguite dalle *istruzioni applicative* della deliberazione Cicer 19 luglio 2005, emanate dalla Banca d'Italia in data 21-3-2007 (12° aggiornamento del fascicolo "Istruzioni di vigilanza per le banche, pubblicato sulla *Gazz. Uff.* n. 96 del 26-4-2007)<sup>17</sup>. La legge 43/1994 è stata, da ultimo, oggetto di profonda modifica ad opera del decreto legge n. 83 del 22-6-2012, cosiddetto "decreto sviluppo", convertito con legge n. 134 del 7-8-2012<sup>18</sup>.

Il Legislatore ha prescelto, al fine di consentire alle imprese di reperire capitale di credito a breve termine direttamente sul mercato, il modello cambiario, apportando al medesimo le modifiche rese necessarie dalla funzione finanziaria assoluta e dalle esigenze di tutela dei risparmiatori<sup>19</sup>. Tale "connotazione"<sup>20</sup> del modello cambiario, secondo i requisiti richiesti dalla sua destinazione ad operazioni di finanziamento, è oggetto dei paragrafi seguenti.

---

<sup>16</sup> Per la ricostruzione sistematica della disciplina si rinvia *infra* al Cap. II *La disciplina ante riforma*; par. 1 - *Il quadro normativo*.

<sup>17</sup> I riferimenti normativi - con le correlative date di pubblicazione in *Gazz. Uff.* - sono tratti da SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 261s.

<sup>18</sup> Per un primo commento a talune innovazioni introdotte da tale decreto, vedi *infra* pp. 22ss. La nuova disciplina è oggetto, peraltro, di ricostruzione sistematica *infra* Cap. III - *La "nuova" cambiale finanziaria introdotta con d.l. 83/2012*.

<sup>19</sup> Risulta opportuno rilevare come la legge 43 del 1994 fu, solo un anno dopo la sua promulgazione, oggetto di un tentativo di modifica, da parte del disegno di legge n. 1419, comunicato alla Presidenza del Senato in data 23 gennaio 1995. Tale disegno di legge si propose lo scopo di ridurre la durata minima delle cambiali finanziarie e di rendere il prelievo fiscale su tale strumento omogeneo a quello praticato su prodotti finanziari analoghi. V. AMATO V., *Lavori preparatori della l. 13 gennaio 1994, n. 43*, p. 131, in FAUCEGLIA G. (a cura di), *op. cit.*

<sup>20</sup> CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 133, in FAUCEGLIA G. (a cura di), *op. cit.*



## 2. – LA NATURA GIURIDICA DELL'ISTITUTO

L'articolo 1 della legge 13 gennaio 1994, n. 43 delinea la natura giuridica dell'istituto cambiale finanziaria; il primo comma statuisce:

*Le cambiali finanziarie sono titoli di credito all'ordine emessi in serie ed aventi una scadenza non inferiore a un mese e non superiore a trentasei mesi dalla data di emissione<sup>21</sup>.*

La norma qualifica, dunque, la cambiale finanziaria come titolo di credito<sup>22</sup>. La ragione per la quale al nuovo strumento di indebitamento è stata attribuita natura di titolo di credito viene resa esplicita nella Relazione allo stesso progetto di legge. Vi si afferma che, per consentire agli imprenditori di raccogliere risparmio non bancario, occorre assicurare la circolazione dello strumento tra i privati investitori, ciò che richiede l'agevole smobilizzo dell'investimento stesso. Di conseguenza, i titoli di credito, implicando l'incorporazione del diritto nel documento, sono apparsi al Legislatore idonei allo scopo<sup>23</sup>.

La dottrina riconduce unanimemente, al di là della qualificazione legislativa<sup>24</sup>, le cambiali finanziarie al paradigma del titolo di credito<sup>25</sup>, con conseguente applicazione della

---

<sup>21</sup> Si riproduce il testo aggiornato con le modifiche apportate dal d.l. n. 83 del 22.6.2012, convertito dalla l. n. 134 del 7.8.2012.

<sup>22</sup> Autorevole dottrina ha ritenuto *declamatoria* tale qualificazione, assorbita dalla previsione secondo cui il nuovo strumento d'indebitamento riveste forma cambiaria (SPADA P., *op. cit.*, p. 507, riportato in CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 133, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*). PELLIZZI (SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 253) rileva come in dottrina si ritenga che “l'espresso richiamo alla categoria dei titoli di credito denuncia lo zelo forse eccessivo del legislatore, e ciò sia in relazione ai contenuti ed alla funzione del documento, sia per il fatto che è la stessa norma a battezzare il titolo in esame con il nome di *cambiale*”.

<sup>23</sup> CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 141, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.* PELLIZZI (SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 253), citando BASSI (*Nuove leggi civ. comm.*, 97, 76ss), ritiene che la presumibile destinazione delle cambiali finanziarie ad intermediari finanziari, come tali interessati più alla remunerazione di risorse già proprie che alla monetizzazione del proprio credito, costituisca la ragione della scelta legislativa, volta a facilitare lo smobilizzo dell'investimento.

<sup>24</sup> OPPO (OPPO G., *Diritto cambiario, diritto cartolare, diritto comune: una discussione sul titolo di credito*, in *Riv. dir. civ.*, 1979, II, *passim*) ritiene che non sia la determinazione della fattispecie giuridica a precedere l'individuazione della disciplina, bensì per l'Autore la ricostruzione della disciplina stessa identifica la fattispecie. Contra MASI (MASI P., *Primo approccio alle “cambiali finanziarie”*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1994, I, p. 584) ritiene che l'indicazione normativa “vincola senza dubbio l'interprete” (CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 140, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*).

<sup>25</sup> Per quanto attiene alla qualificazione legislativa della cambiale finanziaria quale titolo di credito emesso all'ordine, occorre precisare che i titoli di credito si distinguono, in base alla legge di circolazione, in titoli al portatore, all'ordine e nominativi (CAMPOBASSO G.F., *Manuale di diritto*

relativa disciplina per gli aspetti non derogati. In particolare, l'appartenenza dell'istituto al *genus* titolo di credito consente di distinguere la cambiale finanziaria da altri strumenti non bancari d'indebitamento, quali le polizze di credito commerciale, che invece titoli di credito non sono<sup>26</sup>.

Questioni maggiori ha sollevato il secondo comma dell'art. 1:

*Le cambiali finanziarie sono equiparate per ogni effetto di legge alle cambiali ordinarie, sono girabili esclusivamente con la clausola «senza garanzia» o equivalenti e contengono, oltre alla denominazione di «cambiale finanziaria» inserita nel contesto del titolo, gli altri elementi specificati all'articolo 100 delle disposizioni approvate con regio decreto 14 novembre 1933, n. 1699, nonché l'indicazione dei proventi in qualunque forma pattuiti.*

Il Legislatore statuisce l'equiparazione, per ogni effetto di legge, delle cambiali finanziarie a quelle ordinarie. Ciò ha indotto autorevole dottrina ad osservare che *equiparazione* non corrisponde ad *identità*<sup>27</sup> e, dunque, la legge 43 del 1994, mediante l'impiego di tale formulazione letterale, ha inteso indicare una distinzione tra i due istituti, al fine di evidenziarne l'*eterogeneità ontologica*<sup>28</sup>.

*commerciale*, a cura di CAMPOBASSO M., V, Torino, 2010, pp. 536ss; nel testo si riporta la nozione fornita dal citato manuale).

I titoli al portatore circolano mediante la semplice *consegna del titolo*; il possessore è legittimato all'esercizio del diritto in essi menzionato in base alla sola *presentazione del titolo al debitore* (art. 2003 c.c.)

I titoli all'ordine sono intestati ad una persona determinata e circolano mediante consegna del documento accompagnata dalla girata. Il possessore del titolo all'ordine si legittima in base ad una *serie continua di girate* (art. 2008 c.c.).

I titoli nominativi sono titoli intestati ad una persona determinata che si caratterizzano per il fatto che l'intestazione deve risultare non solo dal titolo, ma anche da un apposito registro tenuto dall'emittente, c.d. *doppia intestazione*. Il possessore di un titolo nominativo è legittimato all'esercizio dei relativi diritti per effetto della doppia intestazione a suo favore: sul titolo e sul registro dell'emittente (art. 2021 c.c.).

<sup>26</sup> Vedi *infra* questo capitolo, par. 5 - *Relazioni tra cambiale finanziarie e altri strumenti di debito per il finanziamento delle società. Profili comparatistici*.

<sup>27</sup> SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 256, ivi si afferma che la formulazione legislativa potrebbe autorizzare a ritenere che l'equiparazione incida solo sulla disciplina applicabile e non anche sulla fattispecie giuridica. Si menziona altresì MASI (MASI P., *Cambiale finanziaria*, voce in *Enc. Giur. Treccani*, V, Roma, 1995, p. 5), il quale ritiene "discutibile" la qualificazione come cambiale del titolo *de quo*.

<sup>28</sup> CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 143, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.* Risulta interessante confrontare la formulazione letterale del primo comma: "Le cambiali finanziarie sono titoli di credito..." con quella del secondo comma del medesimo art. 1: "Le cambiali finanziarie sono equiparate per ogni effetto di legge alle cambiali ordinarie...". L'art. 4 statuisce invece che: "Le cambiali

Si rende conseguentemente necessario il confronto tra gli elementi che accomunano cambiale ordinaria e finanziaria con i requisiti specifici di quest'ultima, al fine di verificarne la compatibilità e quindi la riconducibilità dell'istituto in esame al *genus* cambiale ordinaria.

L'art. 1, comma 2, nell'indicare i connotati strutturali della cambiale finanziaria, richiama espressamente l'art. 100<sup>29</sup> della legge cambiaria, recante gli elementi propri del vaglia cambiario<sup>30</sup>. Di conseguenza, le cambiali finanziarie assumono la forma giuridica del vaglia cambiario, qualificandosi 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<sup>31</sup>".

La cambiale finanziaria si configura, quindi, come titolo recante diritti ed obblighi cartolari indipendenti<sup>32</sup> dal rapporto sottostante che ne costituisce la causa (requisito dell'astrattezza). Inoltre, le situazioni giuridiche menzionate sul titolo sono incorporate in quest'ultimo, sicché la titolarità del diritto cartolare *deriva* dalla proprietà del documento<sup>33</sup>

---

finanziarie sono considerate valori mobiliari per qualsiasi finalità prevista dall'ordinamento". Si può dunque enucleare una decrescente intensità della connessione nelle tre norme citate (MASI P., *Primo approccio alle "cambiali finanziarie"*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1994, I, p. 585).

<sup>29</sup> Si riporta il testo dell'art. 100 delle disposizioni approvate con regio decreto 14 novembre 1933, n. 1699. Titolo II - del vaglia cambiario. Art 100 - *Il vaglia cambiario contiene: 1) la denominazione del titolo inserita nel contesto ed espressa nella lingua in cui esso è redatto; 2) la promessa incondizionata di pagare una somma determinata; 3) l'indicazione della scadenza; 4) l'indicazione del luogo di pagamento; 5) il nome di colui al quale o all'ordine del quale deve farsi il pagamento; 6) l'indicazione della data e del luogo in cui il vaglia è emesso; 7) la sottoscrizione di colui che emette il titolo (emittente). 7-bis) l'indicazione del luogo e della data di nascita ovvero del codice fiscale dell'emittente. Il vaglia cambiario può anche denominarsi "pagherò cambiario" o "cambiale".*

Per l'inquadramento sistematico dei requisiti formali della cambiale finanziaria si rinvia *infra* al Cap. II *La disciplina ante riforma*; par. 2 - *Connotati del titolo*.

<sup>30</sup> Per la nozione di tale istituto si fa riferimento a MARTORANO F., *Enc. giur.*, voce *Cambiale*, Roma, 1988, p. 3, ove si definisce il vaglia o pagherò cambiario come la promessa incondizionata, rivolta da un soggetto al portatore del titolo, di pagare una somma determinata; l'altra *species* del *genus* cambiale, ossia la tratta, è ivi definita come un ordine incondizionato, rivolto da un soggetto ad un altro, di pagare una somma determinata al portatore del titolo.

<sup>31</sup> La definizione è tratta da SEGRETO A. - CARRATO A., *La cambiale*, Milano, 2000, p. 712.

<sup>32</sup> MARTORANO F., *Enc. Giur.*, voce *Cambiale*, Roma, 1988, p. 5 e SEGRETO A. - CARRATO A. *op. cit.*, p. 69ss.

<sup>33</sup> Di conseguenza, "ogni dichiarazione cambiaria, pur apparentemente rivolta ad un portatore determinato, è in realtà indirizzata a chiunque, secondo la regola della circolazione, venga ad acquisire la proprietà del documento e consente di sottoporre la mobilitazione del credito allo standard di sicurezza proprio della circolazione delle cose mobili" SEGRETO A. - CARRATO A. *op. cit.*, p. 73. Ivi rammenta che il diritto - strumentale alla circolazione - sul documento ha natura reale, mentre quello incorporato nel titolo è un diritto di credito (MARTORANO F., *Lineamenti generali dei titoli di credito e titoli cambiari*, Napoli, 1973, p. 330).

(requisito dell'incorporazione). Infine, il testo della cambiale determina "il contenuto ed, allo stesso tempo, i limiti della pretesa azionabile dal portatore<sup>34</sup>" (requisito della letteralità).

L'equiparazione per ogni effetto di legge delle cambiali finanziarie alle cambiali ordinarie rende altresì superfluo il richiamo alla clausola all'ordine contenuto nel primo comma dell'art. 1: in virtù dell'art. 1 n. 6<sup>35</sup> e dell'art. 100 n. 5<sup>36</sup> legge cambiaria, tale requisito sarebbe comunque derivato dalla natura cambiaria del titolo<sup>37</sup>.

Occorre ora esaminare i requisiti specifici che la legge 43 del 1994 attribuisce all'istituto cambiaria finanziaria, onde verificare se tali requisiti siano compatibili con la riconduzione del titolo in esame alla *fattispecie giuridica* della cambiale ordinaria<sup>38</sup>.

Anzitutto, l'art. 1, primo comma, della legge cit. statuisce che le cambiali finanziarie sono emesse in serie; tale norma deve essere interpretata sistematicamente con quanto disposto dal terzo comma del medesimo articolo, giusta il quale:

*L'emissione di cambiali finanziarie costituisce raccolta del risparmio ai sensi dell'articolo 11 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, ed è disciplinata dalle disposizioni del medesimo articolo.*

Le cambiali finanziarie, dunque, a differenza di quelle ordinarie, non sono titoli incorporanti un diritto di credito il cui destinatario è individuato sulla base di un rapporto sottostante, temporalmente e logicamente antecedente all'emissione<sup>39</sup>. Si configurano, invece, come titoli facenti parte di un'unica operazione collettiva di investimento<sup>40</sup>, con il corollario della fungibilità di tutti i titoli appartenenti alla stessa serie.

Questo requisito specifico ha indotto parte della dottrina ad interrogarsi sulla

---

<sup>34</sup> SEGRETO A. – CARRATO A. *op. cit.*, p. 74 e MARTORANO F., *op. ult. cit.*, p. 21.

<sup>35</sup> Giusta il quale la cambiale indica il nome di colui al quale o all'ordine del quale deve farsi il pagamento.

<sup>36</sup> Si veda *supra* nota 27.

<sup>37</sup> SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 253s

<sup>38</sup> Resta fermo, in ogni caso, che la *disciplina* stabilita dalla legge per la cambiale ordinaria si applica anche a quella finanziaria, in virtù dell'equiparazione – per ogni effetto di legge – stabilita dal secondo comma dell'art. 1, l. 43/1994.

<sup>39</sup> Per le cambiali finanziarie, al contrario, "l'emissione del titolo si pone in un momento temporalmente e logicamente antecedente, e non invece conseguente, all'insorgere del sottostante rapporto debitorio" (SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 254 e VISENTINI G., *Banche e Banchieri* 79, 23).

<sup>40</sup> SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 254, ove si sottolinea, altresì, la loro destinazione al mercato dei risparmiatori.

sussunzione della cambiale finanziaria nella categoria dei titoli di massa<sup>41</sup>. Occorre, a tal proposito, enucleare gli elementi propri dei titoli di massa riscontrabili anche nelle cambiali finanziarie, onde metterli a confronto con i caratteri propri dei titoli individuali che si rinvencono nelle cambiali medesime.

PELLIZZI<sup>42</sup> rileva che le cambiali finanziarie, analogamente ai titoli di massa, sono emesse in serie in quanto parti di una medesima operazione di finanziamento, sono omogenee e fungibili nell'ambito di ciascuna serie<sup>43</sup>, sono rivolte al mercato del risparmio, sono strutturate in tagli e non anche per importi<sup>44</sup> ed il documento è riferito all'emittente mediante apposizione automatica della firma<sup>45</sup>. Per contro, le cambiali finanziarie sono emesse all'ordine<sup>46</sup> ed hanno una breve durata<sup>47</sup>, analogamente ai titoli individuali.

Dati i risultati del confronto, autorevole dottrina distingue il piano della qualificazione giuridica del titolo da quello della funzione cui è preordinato; in particolare, "titoli (classificati) individuali, come le accettazioni bancarie e le cambiali finanziarie, si prestano ad usi di massa, a fingere, cioè, da strumenti cartolari di finanziamenti collettivi; simmetricamente, titoli (classificati) di massa si lasciano asservire ad usi individuali (si pensi alla società emittente che, in luogo dell'adempimento di un suo debito, rilascia al creditore titoli obbligazionari propri).<sup>48</sup>

Mette conto rilevare, peraltro, che l'emissione in serie – richiesta dall'art. 1, comma 1 della legge in commento – non sia necessariamente coincidente con l'impiego della cambiale

---

<sup>41</sup> Intendendosi per titoli di massa i "titoli omogenei per natura e conformazione, emessi nel quadro di un'operazione di finanziamento orientata verso un novero indeterminato di destinatari" (CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 151, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*).

<sup>42</sup> SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 254

<sup>43</sup> CAPO rileva come tale caratteristica sia funzionale ad agevolare lo smobilizzo dell'investimento (CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 151s, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*).

<sup>44</sup> Tale requisito non è considerato esclusivo dei titoli di massa, v. CASTELLANO G., *Banca, Borsa tit. cred.* 87, I, 32.

<sup>45</sup> PELLIZZI (SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 254) evidenzia come tale criterio non sia univoco, mentre milita per la "riproducibilità meccanica della firma sulle cambiali finanziarie" MARTORANO (MARTORANO F., *Banca, borsa, tit. cred.*, 96, I, 143ss citato da PELLIZZI).

<sup>46</sup> Mentre i titoli di massa sono ordinariamente nominativi o al portatore (CASTELLANO G., *Banca, Borsa tit. cred.* 87, I, 34).

<sup>47</sup> Mentre "uno dei profili più diffusamente rimarcati dei titoli di massa, infatti, si identifica proprio con il lungo termine di efficacia che tendenzialmente essi presentano" (CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 151s, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*). CASTELLANO (CASTELLANO G., *Banca, borsa, tit. cred.* 87, I, 26) si spinge ad affermare che tale caratteristica è "forse esclusiva" della categoria titoli di massa.

<sup>48</sup> SPADA P., *Dai titoli cambiari ai valori mobiliari*, cit., p. 507.

finanziaria quale titolo di massa<sup>49</sup>. Infatti, se i titoli di massa sono necessariamente emessi in serie, ciò non implica che i titoli in serie siano sempre di massa. Questa considerazione ha indotto a distinguere le cambiali finanziarie emesse in *serie chiusa* da quelle emesse in *serie aperta*.

Nel primo caso<sup>50</sup>, ciascuna cambiale finanziaria – qualificata di per sé come titolo individuale – è preordinata ad un'unica operazione di investimento avente ammontare globale prestabilito. Di conseguenza, *funge*<sup>51</sup> da titolo di massa.

Nel secondo caso, invece, i titoli – ancorché rivestano carattere di omogeneità – non compongono un'unica operazione con ammontare complessivo determinato *a priori* e, di conseguenza, la loro funzione di titoli di massa va accertata volta per volta<sup>52</sup>. Le Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia 21 marzo 2007 stabiliscono, tuttavia, che le cambiali finanziarie rechino sul titolo l'indicazione dell'ammontare complessivo di cui l'emissione fa parte, con ciò limitando normativamente le ipotesi di *serie aperta* ai soli casi in cui non vi è raccolta di risparmio presso il pubblico<sup>53</sup>.

L'art. 1 secondo comma della legge in parola richiede che le cambiali finanziarie siano girabili esclusivamente con la clausola "senza garanzia" o equivalenti. La *ratio* di tale norma si rinviene nella necessità – al fine di favorire la circolazione del titolo – che la responsabilità

---

<sup>49</sup> "Nelle trattazioni manualistiche le espressioni *titoli di massa* e *titoli di serie* (o *emessi in serie*) appaiono usate indifferentemente, l'una al posto dell'altra o l'una accostata all'altra, per contraddistinguere il medesimo fenomeno" mentre in realtà "*massa* e *serie*, considerate in questo contesto, non sono sinonimi; ma sono in rapporto da specie a genere" (CASTELLANO G., *op. cit.*, p. 25ss citato in CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 154 n<sup>89</sup>, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*).

<sup>50</sup> È opportuno rilevare che la dottrina scinde ulteriormente tra emissione chiusa in senso debole ed in senso forte. Nel primo caso si tratta di una "emissione collettiva procedimentalizzata, di cui sia data espressa menzione sul titolo", mentre nel secondo caso si allude alla circostanza in cui il "fatto unitario di gestione resti circoscritto al profilo economico dell'operazione, senza apparire a livello cartolare" SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 255. Di conseguenza, secondo autorevole dottrina le cambiali finanziarie posso essere emesse in serie chiusa solo in senso debole (SPADA P., *Cambiale finanziaria*, voce in *Enc. D.*, Milano 1997, p. 267).

<sup>51</sup> SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 255.

<sup>52</sup> CAPO (CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 154 ed ivi nota 92, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*) rileva, peraltro, che l'astratta idoneità delle cambiali finanziarie ad essere emesse in serie aperta presuppone il collocamento dei titoli presso investitori professionali, perché la raccolta del risparmio presso il pubblico presuppone una serie di elementi, fra i quali si indica "la natura standardizzata e dunque di massa dei titoli o degli strumenti contrattuali attraverso i quali essa avviene".

<sup>53</sup> SPADA P., *Cambiale finanziaria*, voce in *Enc. D.*, Milano, 1997, p. 268.

per il pagamento del debito sia concentrata solo in capo all'emittente<sup>54</sup>, con l'esclusione dei giranti successivi<sup>55</sup>.

A tal proposito, occorre osservare che l'art. 19 della legge cambiaria<sup>56</sup> prescrive la garanzia del girante come elemento naturale, ma non essenziale, della girata. Conseguentemente, l'apposizione della clausola richiesta dalla legge 43/1994 non determina il venir meno della natura cambiaria del titolo<sup>57</sup>.

Ulteriore requisito specifico, che incide problematicamente sulla riconducibilità della cambiale finanziaria alla fattispecie giuridica<sup>58</sup> della cambiale ordinaria, è costituito dalla denominazione "cambiale finanziaria" che deve essere inserita nel contesto del titolo<sup>59</sup>. Sulla base di tale norma, alcuni autori hanno contestato la qualificazione della cambiale finanziaria come titolo di credito astratto, sostenendone la natura causale. Si argomenta, infatti, che la specifica menzione della funzione finanziaria nel contesto del titolo presupponga necessariamente la "sottostante mutuazione di una somma di denaro"<sup>60</sup>.

Autorevole dottrina<sup>61</sup>, invece, sdrammatizza la distinzione tra *titoli astratti* e *titoli causali*, introducendo la nozione di *causalità formale*<sup>62</sup>, in virtù della quale "il rapporto cartolare

---

<sup>54</sup> Resta comunque salvo che la garanzia del credito sia "recuperata attraverso la copertura del rischio da inadempimento da parte di imprese assicurative" e banche (CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 154 ed ivi nota 92, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*).

<sup>55</sup> Se una parte della dottrina (SPADA P., *Dai titoli cambiari ai valori mobiliari*, cit., p. 505s) ritiene che la *ratio* della norma in esame sia la connotazione in senso *funzionale* della cambiale finanziaria, un altro indirizzo interpreta la prescrizione della clausola "senza garanzia" come mero presupposto per l'applicazione del favorevole regime fiscale che assiste il titolo in parola (CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 154 ed ivi nota 92, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*). Si segnala, tuttavia, che tale clausola potrebbe implicare un pregiudizio alle esigenze dei risparmiatori, poiché la sua mancanza determinerebbe il venir meno *ipso facto* dell'efficacia esecutiva del titolo.

<sup>56</sup> *Il girante, se non vi sia clausola contraria, risponde dell'accettazione e del pagamento. Egli può vietare una nuova girata; in questo caso non è responsabile verso coloro ai quali la cambiale sia stata ulteriormente girata.*

<sup>57</sup> SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 257.

<sup>58</sup> Ferma restando, in ogni caso, l'applicazione della disciplina cambiaria in virtù dell'equiparazione stabilita dall'art. 1, comma 2 della legge in esame; vedi *supra* nota 35.

<sup>59</sup> Art. 1, comma 2, legge 43 del 1994, vedi *supra* p. 6s.

<sup>60</sup> DI PASQUALI F., *Banche e banchieri* 95, 71 e CAFORIO G., in AA. VV., *I gruppi di società*, I Milano, 1996, p.767ss, entrambi citati in SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 256.

<sup>61</sup> SPADA (SPADA P., *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, Torino, 1994, p. 59) sostituisce a tale risalente distinzione quella tra *titoli costitutivi*, idonei a fornire al terzo possessore di buona fede la pretesa o prerogativa documentale unicamente in virtù della circolazione, e *titoli non costitutivi*, per i quali la relativa pretesa o prerogativa non può essere attribuita dalla mera circolazione, essendo necessari "dati extracartolari".

<sup>62</sup> Alternativamente si impiega la nozione di causalità apparente o in senso debole, con particolare riferimento alle obbligazioni. Per tali titoli, infatti, la causalità si esaurisce nell'applicazione

è assoggettato tendenzialmente alla disciplina tipica del rapporto menzionato nel documento, ma sempre assumendo che il rapporto cartolare è separato e distinto da quello sottostante, per cui tendenzialmente non ne subisce le conseguenze, che possono pregiudicare il portatore legittimo del titolo<sup>63</sup>. La derivazione funzionale della cambiale finanziaria, pur emergendo dal contesto del titolo, non incide sulla riconducibilità dello strumento al paradigma cambiario ordinario, stante la perdurante separazione tra il rapporto sottostante e quello cartolare<sup>64</sup>. La prescrizione legislativa si spiega in ragione della necessaria riconoscibilità del titolo in esame, al fine di tutelare non solo l'originario sottoscrittore ma soprattutto i successivi giratari della cambiale finanziaria<sup>65</sup>.

I restanti connotati specifici<sup>66</sup> prescritti dall'articolo 1 della legge 43/1994 per la cambiale finanziaria sono la scadenza, compresa tra uno e trentasei mesi dalla data di emissione<sup>67</sup>, e l'indicazione nel contesto del titolo dei proventi in qualunque forma pattuiti<sup>68</sup>.

---

*ex lege* della disciplina tipica del mutuo al credito cartolare, indipendentemente dalla concreta esistenza di una causa di mutuo (FAUCEGLIA G., *Introduzione*, p. 13n<sup>29</sup> in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*). Resta quindi ferma la separazione tra rapporto cartolare e rapporto sottostante.

<sup>63</sup> Così FAUCEGLIA G., *Introduzione*, p. 14 in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.* che cita in nota 30 PARTESOTTI G., *Lezioni sui titoli di credito*, Bologna, 1995, p. 62.

<sup>64</sup> Di conseguenza, l'inserimento dell'espressione "cambiale finanziaria" ne implica l'efficacia cambiaria: per cui "il vizio della causa o la disciplina del rapporto causale non rileva per il terzo possessore in buona fede" ASQUINI A., *Titoli di credito*, Padova, 1996. Non presuppone, inoltre, la biunivoca correlazione tra il modello documentale del titolo tipico ed un determinato schema negoziale (STAGNO D'ALCONTRES A., *Tipicità e atipicità nei titoli di credito*, Milano, 1992, p. 247ss citato in FAUCEGLIA G., *Introduzione*, p. 14n<sup>33</sup> in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*).

<sup>65</sup> È opportuno evidenziare, a tal proposito, la *versatilità* del modello cambiario che, oltre a poter essere impiegato in singole operazioni di credito, è idoneo a fungere da strumento di un'operazione di finanziamento, senza perdere i connotati di astrattezza suoi propri.

<sup>66</sup> Per la trattazione sistematica dei connotati del titolo si rinvia *infra* al Cap. II *La disciplina ante riforma*; par. 2 - *Connotati del titolo*.

<sup>67</sup> Così dispone l'art. 1, comma 2, l. n. 43/1994, il cui testo è riportato *supra* p. 6. Tale scadenza - modificata dal d.l. 22 giugno 2012, n. 83, convertito con modificazioni con l. 7 agosto 2012, n.134 - originariamente era compresa tra i tre ed i dodici mesi. Tale norma era stato oggetto, un anno dopo l'entrata in vigore della legge 43/1994, di un disegno di legge teso a ridurre il termine minimo, cui si è dato conto *supra* in nota 18. La *ratio* dell'imposizione di un termine minimo - non contenuta nel progetto di legge originario, il quale prevedeva solo il limite superiore di un anno - è rinvenuta dalla dottrina "nell'intenzione del legislatore di garantire ai nuovi strumenti finanziari un grado di liquidità adeguato alla formazione di un ipotizzato mercato secondario delle cambiali finanziarie, mercato che, evidentemente, una durata eccessivamente breve dei titoli in questione avrebbe invece reso improponibile in partenza" (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI GL., *op. cit.*, p. 256). Si fa inoltre notare che in Germania e nel Regno Unito è prevista, per titoli d'indebitamento analoghi alla cambiale finanziaria, una scadenza minima in genere compresa tra i sette e i dieci giorni.

<sup>68</sup> Così dispone l'art. 1, comma 2, l. n. 43/1994, il cui testo è riportato *supra* p. 7. Tale norma, rimettendo alle parti la determinazione della forma dei proventi, ha indotto autorevole dottrina a ritenere che "gli importi conferiti a fronte dell'emissione di cambiali finanziarie possano essere



Tali requisiti non ostano alla riconduzione del titolo in parola nell'ambito del *genus* cambiale ordinaria.

In conclusione, l'esame degli elementi specifici attribuiti dalla legge alla cambiale finanziaria induce a ritenere che tale titolo costituisca un *sottotipo qualificato*<sup>69</sup> del vaglia cambiario. La cambiale finanziaria è, dunque, una "fattispecie a pieno titolo riconducibile all'orbita tipologica delineata dal r.d. 14 dicembre 1933, n.1699" e non un "tipo diverso ed autonomo di titolo di credito"<sup>70</sup>.

I requisiti specifici richiesti dalla legge *si integrano*, dunque, nei connotati stabiliti in via generale per il vaglia cambiario dall'art. 100 l.c., senza dar luogo ad un documento cartolare indipendente. Gli elementi aggiuntivi prescritti dalla l. 43/1994 scaturiscono dalla peculiare funzione che la cambiale assolve in un'operazione preordinata al finanziamento dell'impresa e non, invece, alla gestione di un credito commerciale.

### 3. – LA CAMBIALE FINANZIARIA QUALE VALORE MOBILIARE.

La cambiale finanziaria è uno strumento d'indebitamento che consente alle imprese di finanziarsi attingendo direttamente al pubblico risparmio, senza far ricorso all'intermediazione bancaria. Conseguentemente, l'idoneità a coinvolgere il pubblico dei risparmiatori ha indotto il Legislatore ad assoggettare la cambiale finanziaria alle regole che governano il funzionamento del mercato mobiliare.

A tal fine, l'art. 4 della legge 13 gennaio 1994, n. 43 statuisce:

*Le cambiali finanziarie sono considerate*<sup>71</sup> *valori mobiliari per*

---

remunerati attraverso l'imputazione di interessi, peraltro anche oltre i limiti previsti dall'art. 5, l. camb." (CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 148 n<sup>89</sup>, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*). L'art. 5, comma 1 della legge cambiaria dispone –*Nella cambiale pagabile a vista o a certo tempo vista, il traente può disporre la somma sia produttiva d'interessi. In qualunque altra specie di cambiale la promessa d'interessi si ha per non scritta.* Si ritiene che tale norma non possa trovare applicazione nell'ambito di un'operazione di finanziamento, in cui la "prospettiva di redditività è evidentemente ineludibile" (RIGHINI E., *op. cit.*, p. 528).

<sup>69</sup> MASI P., *Primo approccio alle cambiali finanziarie*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1994, I, p. 585.

<sup>70</sup> CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 144, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*

<sup>71</sup> Per quanto afferisce alle osservazioni di autorevole dottrina (MASI P., *Primo approccio alle "cambiali finanziarie"*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1994, I, p. 585) circa la differente formulazione dell'art. 4

*qualsiasi finalità prevista dall'ordinamento.*

La *funzionalizzazione* della forma cambiaria alla raccolta del risparmio ha dunque determinato un "mutamento di prospettiva nell'intervento legislativo in materia cartolare"<sup>72</sup>, attuato mediante il riferimento all'istituto valore mobiliare<sup>73</sup>. Per determinare le implicazioni normative che discendono da tale riferimento, occorre ricostruire la nozione di valore mobiliare, oggetto di un ampio processo evolutivo nell'ambito dell'ordinamento finanziario.

All'epoca dell'entrata in vigore della legge 43/1994 erano rinvenibili molteplici nozioni di valore mobiliare, adottate per differenti finalità da numerosi interventi legislativi<sup>74</sup>. Tra le molte definizioni, era attribuito rilievo centrale a quella enunciata dall'art. 18 *bis* della legge 216/1974<sup>75</sup> recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei

e dell'art. 2, secondo comma (*Le cambiali finanziarie sono equiparate per ogni effetto di legge alle cambiali ordinarie*) della medesima legge, si rinvia *supra* nota 26.

<sup>72</sup> CAPO (CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 157, in FAUCEGLIA G. (a cura di), *op. cit.*) rileva come tale diversa prospettiva si concreti nel passaggio da una *angolazione microeconomica*, in base alla quale i titoli di credito sono considerati "strumenti di composizione di interessi individuali", ad un'*angolazione macroeconomica*, implicante la valutazione dell'"impatto esercitato dall'emissione dei titoli sugli equilibri di mercato".

<sup>73</sup> Sulla rilevanza dell'esplicita riconduzione della cambiaria finanziaria al paradigma del valore mobiliare, si veda SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 280. Ivi si indica altresì che l'entrata in vigore del testo unico bancario - intervenuta nel corso dell'*iter* parlamentare della l. 43/1994 - ha determinato una divaricazione tra il testo dell'art. 5 dell'originario progetto di legge e quello dell'art. 4 ora in commento. Mette conto segnalare che l'esplicita qualificazione delle cambiali finanziarie come valore mobiliare elimina i dubbi interpretativi sollevati con riferimento alle accettazioni bancarie ed alle polizze di credito commerciale, per cui la qualificazione "dice forse poco in termini prescrittivi, (...) ma molto in termini sistematici" (SPADA P., *Dai titoli cambiari ai valori mobiliari*, cit., p. 507). Per le accettazioni bancarie e le polizze di credito commerciale si veda *infra* in questo capitolo il paragrafo 5. - *Relazioni tra cambiaria finanziaria e altri strumenti di debito per il finanziamento delle imprese; profili comparatistici*.

<sup>74</sup> Tra i quali si segnalano: la legge 289/1986, istitutiva della "Monte Titoli" (MARTORANO F., *Titoli in gestione accentrata (Monte Titoli)*, voce in *Enc. D.*, XLIV, Milano, 1992, p. 643, ove si pone l'accento sulla fungibilità di tali titoli); la legge 1/1991, relativa alle società di intermediazione mobiliare; la legge 157/1991 concernente l'*insider trading*; la legge 149/1992 sulle offerte pubbliche di acquisto e dunque incentrata sui titoli conferenti diritti di voto. Tali riferimenti normativi sono tratti da SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 281.

<sup>75</sup> "Riferentesi in sintesi ad ogni documento o certificato che direttamente o indirettamente rappresenta diritti in società, associazioni, imprese o enti di qualsiasi tipo, ivi compresi i fondi di investimento, ovvero rappresentativo di un credito o di un interesse negoziale e non, o di diritti relativi a beni materiali o proprietà immobiliari, nonché ancora ogni documento o certificato idoneo a conferire diritti di acquisto di uno dei valori mobiliari sopra indicati, compresi i titoli emessi dagli enti di gestione fiduciaria" così SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 280s.

titoli azionari<sup>76</sup>; l'elaborazione di tale nozione, dovuta all'obiettivo di tutelare ogni risparmiatore che fosse impersonalmente sollecitato ad investire, si traduceva in un'espressione così lata da indurre la dottrina a scrivere di *pseudodefinizione*<sup>77</sup> od *espressione polisensa*<sup>78</sup>.

Di conseguenza, il testo unico di intermediazione finanziaria (d.lgs. 24 febbraio 1998, 58) ha provveduto a riordinare la materia, mediante l'articolazione dell'ordinamento finanziario sulla base di *tre cerchi concentrici*<sup>79</sup>. Il cerchio di minore diametro è costituito dall'istituto *valore mobiliare*, la cui nozione è univocamente fornita dal testo unico<sup>80</sup> a seguito del recepimento della direttiva c.d. *Mifid* ad opera del d.lgs. 164/2007; il cerchio intermedio è il più rilevante, costituito dall'istituto *strumento finanziario*<sup>81</sup>, attorno al quale ruota la

---

<sup>76</sup> Mette conto rilevare che tale norma era preordinata all'applicazione delle disposizioni di cui all'art. 18 della medesima legge (VISENTINI G., *I valori mobiliari*, in *Tratt. Dir. Priv. Rescigno*, Torino, 1985, p. 706).

<sup>77</sup> CARBONETTI F., *Che cos'è un valore mobiliare?*, in *Giur. Comm.* 1989, I, p. 289.

<sup>78</sup> SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 280 e SERRA A., *Valori mobiliari*, voce in *Enc. D.*, XLVI, Milano, 1993, p. 201.

<sup>79</sup> URBANI, *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di CAPRIGLIONE, Padova, 2005, p. 262ss citato da SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 280.

<sup>80</sup> Art. 1, comma 1-bis. Per "valori mobiliari" si intendono categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio: a) le azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e certificati di deposito azionario; b) obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli; c) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permette di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle precedenti lettere; d) qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati alle precedenti lettere, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure.

<sup>81</sup> Art.1, comma 2. Per "strumenti finanziari" si intendono: a) valori mobiliari; b) strumenti del mercato monetario; c) quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio; d) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti; e) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto; f) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione; g) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati alla lettera f), che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini; h) strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito; i) contratti finanziari differenziali; j) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui

ricostruzione sistematica dell'intera materia e rispetto a cui il valore mobiliare è in rapporto di *species ad genus*; il cerchio più ampio è definito dall'istituto *prodotto finanziario*<sup>82</sup>, il quale ricomprende gli altri due e - con formula residuale - *ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*.

Stante tale impostazione legislativa, la cambiale finanziaria è espressamente considerata dalla legge 43/1994 come valore mobiliare per qualsiasi finalità prevista dall'ordinamento, ciò che implicherebbe l'assoggettamento del titolo in parola alla disciplina dettata dal testo unico di intermediazione finanziaria per i valori mobiliari medesimi. In particolare, l'emissione di cambiali finanziarie dovrebbe ottemperare alle norme in materia di *offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita*, stabilite dagli articoli 93 *bis* e seguenti Tuf ed incentrate sulla preventiva pubblicazione di un prospetto d'offerta.

Tuttavia la Consob - con deliberazione numero 18079/2012 che ha modificato il cosiddetto regolamento emittenti, deliberazione 11971 del 1999 - ha statuito che alle offerte *aventi ad oggetto prodotti finanziari (...) di corrispettivo totale di almeno 100.000 euro per investitore e per ogni offerta separata e avente ad oggetto prodotti finanziari (...) di valore nominale unitario minimo di almeno 100.000 euro* non siano applicate le prescrizioni in materia di prospetto<sup>83</sup>. Conseguentemente, le cambiali finanziarie aventi un taglio minimo unitario di almeno 100 euro sono sottratte alla disciplina di cui al Capo I, Titolo II, Parte IV del Tuf.

La qualificazione della cambiale finanziaria come strumento finanziario è implicata dalla nozione di quest'ultimo fornita dall'art. 1, comma secondo del Tuf: ogni valore mobiliare è anche uno strumento finanziario (rapporto di *species ad genus*), ancorché non sia

---

*tassi d'interesse e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini.*

<sup>82</sup> Art. 1, comma 1, lett. u) "*Prodotti finanziari*": *gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria; non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari.*

<sup>83</sup> Mette conto osservare che il precedente limite, stabilito con la deliberazione 15232 del 2005, era fissato in 50.000 euro, prossimo dunque al taglio minimo delle cambiali finanziarie indicato dalla normativa secondaria, ossia 51.654,69 €. (CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale*<sup>4</sup>, 3, a cura di CAMPOBASSO M., Torino, 2008, p. 307n<sup>83</sup> citato da SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 283).

necessariamente vero l'inverso. Di conseguenza si applicano alle cambiali finanziarie le norme concernenti la dematerializzazione, di cui al d.lgs. 213/1998, e quelle – nel caso in cui i titoli in parola siano negoziati in mercati regolamentati – afferenti all'abuso di informazioni privilegiate (art. 184 Tuf) e all'aggiotaggio su strumenti finanziari (art. 2637)<sup>84</sup>.

La sussunzione delle cambiali finanziarie nell'ambito del *genus* strumenti finanziari ne determina l'assoggettamento<sup>85</sup> all'art. 129<sup>86</sup> del testo unico bancario. Tale norma prevedeva che l'emissione e l'offerta di strumenti finanziari comportasse l'obbligo di comunicazione preventiva alla Banca d'Italia, con relativa facoltà per quest'ultima di differire o vietare l'operazione. Senonché l'art. 129 Tub è stato oggetto di un radicale mutamento di prospettiva ad opera dell' art. 1, comma 7, d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303<sup>87</sup>. A seguito di tale norma, alla Banca d'Italia è stato attribuito il potere di richiedere a chi emette od offre strumenti finanziari segnalazioni periodiche, dati ed informazioni aventi carattere consuntivo, in luogo dell'originario potere di controllo *ex ante*<sup>88</sup>.

---

<sup>84</sup> SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 285. Occorre altresì rilevare come non sia applicabile alle cambiali finanziarie la normativa in materia di offerte pubbliche d'acquisto, non fornendo i titoli in parola diritto di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti la nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza (art. 105 Tuf comma 2).

L'applicazione dell'art. 129 Tub è statuita dalla delibera Ccr 3 marzo 1994, art.2, ultimo comma: *Alla raccolta effettuata con gli strumenti indicati nel presente paragrafo si applicano le disposizioni di cui all'art. 129 del decreto legislativo n. 385 del 1993 e le relative norme di attuazione, concernenti le segnalazioni preventive e consuntive in materia di emissione e collocamento di valori mobiliari.*

<sup>85</sup> Sul quale, invero, non si dubitava anche prima dell'entrata in vigore del Tuf: vedi SALAMONE L., *Unità e molteplicità della nozione di valore mobiliare*, Milano, 1995, p.9.

<sup>86</sup> 1. *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.* 2. *La Banca d'Italia emana disposizioni attuative del presente articolo.*

<sup>87</sup> Vi era già stato un intervento legislativo, d.lgs. 415/1996, tramite il quale l'art. 129 era stato semplificato "con riguardo a quelle operazioni che per importo o per caratteristiche dei titoli emessi facessero presumere l'assenza di pericoli per la stabilità del mercato dei valori mobiliari" SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 286.

<sup>88</sup> PELLIZZI rileva come il dettato legislativo sia mutato dall'attribuzione alla Banca d'Italia del dovere di *assicurare la stabilità e l'efficienza del mercato dei valori mobiliari*, al compito di *raccogliere elementi conoscitivi sull'evoluzione dei prodotti e dei mercati finanziari.*

### 3. – I SOGGETTI INTERESSATI ALL'EMISSIONE E ALLA CIRCOLAZIONE DELLE CAMBIALI FINANZIARIE.

Il Legislatore ha introdotto le cambiali finanziarie allo scopo di agevolare l'accesso diretto delle imprese al pubblico risparmio, consentendo il reperimento del capitale di debito a condizioni meno onerose rispetto all'ordinaria intermediazione bancaria<sup>89</sup>. Si rende dunque necessario individuare il novero delle imprese cui la legge 43/1994 e la relativa normativa secondaria si rivolgono; a tal fine occorre esaminare l'art. 1, comma terzo della legge in commento, il quale dispone:

*L'emissione di cambiali finanziarie costituisce raccolta del risparmio ai sensi dell'articolo 11 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 ed è disciplinata dalle disposizioni del medesimo articolo.*

L'art. 11 del testo unico bancario, oltre che enunciare la nozione di raccolta del risparmio<sup>90</sup>, riserva espressamente la raccolta tra il pubblico<sup>91</sup> alle banche<sup>92</sup>. Il Legislatore, tuttavia, *nel ribadire il principio in virtù del quale la raccolta del risparmio presso il pubblico è vietata – in generale – ai soggetti diversi dalle banche, riconosce a tali soggetti alcune possibilità di raccolta*<sup>93</sup>.

L'art. 11, pertanto, formula deroghe al divieto di raccolta non bancaria del risparmio presso il pubblico<sup>94</sup> e, inoltre, affida al Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio

<sup>89</sup> Tale è la *ratio* dell'intervento legislativo, enunciata nella Relazione accompagnatoria al relativo progetto di legge, per la quale v. *supra* nota 2.

<sup>90</sup> Art. 11, comma 1. *Ai fini del presente decreto legislativo è raccolta del risparmio l'acquisizione di fonti con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma.*

<sup>91</sup> La dottrina definisce tale la raccolta "indirizzata ad un numero vasto e tendenzialmente indeterminato di soggetti, sulla base di trattative standardizzate", così SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 262s, analoga nozione è accolta da FERRO –LUZZI P., in LA NUOVA LEGGE BANCARIA, a cura di FERRO-LUZZI P. e CASTALDI G., Milano, 1996, p.238ss. Tale definizione è confermata dalle Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia 2 dicembre 1994, le quali esentano dalla disciplina predisposta per la raccolta tra il pubblico la raccolta effettuata: "sulla base di trattative personalizzate con singoli soggetti, per i quali tale operazione si inserisce, di norma, in una gamma più ampia di rapporti di natura economica con il soggetto finanziato. (...) In ogni caso, il reperimento di risorse in tal modo effettuato non deve presentare connotazioni tali (ad esempio, numerosità e frequenza delle operazioni) da configurare, di fatto, una forma di raccolta tra il pubblico", tratto da SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 263..

<sup>92</sup> L'art. 11, comma 2, testo unico bancario statuisce che *la raccolta del risparmio tra il pubblico è vietata ai soggetti diversi dalle banche.*

<sup>93</sup> Così si esprime la Premessa alle Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia 28 giugno 1995.

<sup>94</sup> Il testo originario dell'art. 11 escludeva l'applicazione del menzionato divieto ove riferito alla raccolta effettuata da società per azioni e in accomandita per azioni, mediante l'emissione di obbligazioni nei limiti previsti dal codice civile (comma 4, lett. c del medesimo articolo, come riportato

(Cicr) la determinazione dei criteri per l'individuazione degli strumenti finanziari, comunque denominati, la cui emissione costituisce raccolta del risparmio<sup>95</sup>. In ottemperanza a tali prescrizioni, il Cicr e la Banca d'Italia hanno emanato la normativa secondaria necessaria per attuare l'articolo 11 del testo unico bancario.

Le Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia 28 giugno 1995<sup>96</sup> statuiscono che "i soggetti diversi dalle banche raccolgono risparmio presso il pubblico mediante l'emissione di obbligazioni, di certificati d'investimento e di cambiali finanziarie". Si introduce, di conseguenza, la tipizzazione delle modalità di raccolta non bancaria tra il pubblico<sup>97</sup>.

La deliberazione Cicr 3 marzo 1994 individua quali soggetti abilitati ad emettere cambiali finanziarie: (I) le società ed enti con titoli negoziati in un mercato regolamentato<sup>98</sup>; (II) le altre società, purché i bilanci degli ultimi tre esercizi siano in utile. In tal caso, i titoli devono essere assistiti da garanzia, in misura non inferiore al 50 per cento del loro valore di sottoscrizione, rilasciata, nei limiti previsti dalle relative discipline di settore, da soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale<sup>99</sup>; l'identità del garante e l'ammontare della garanzia prestata devono, altresì, essere chiaramente indicati sui titoli<sup>100</sup>.

Inoltre, la citata delibera Cicr preclude la raccolta del risparmio mediante cambiali finanziarie alle società finanziarie non vigilate<sup>101</sup> ed alle banche, benché in tal caso con

---

nella deliberazione Cicr 3 marzo 1994). L'originaria formulazione dell'art. 11 demandava al Cicr il potere di stabilire i limiti entro i quali tale deroga dovesse operare e di stabilire, su proposta della Banca d'Italia sentita la Consob, le caratteristiche dei titoli ammessi alla raccolta del risparmio presso il pubblico (comma 4, lett d).

<sup>95</sup> Art. 11, comma 4 *bis*, testo unico bancario.

<sup>96</sup> Emanate in conformità alla deliberazione 3 marzo 1994 del Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio, recante la disciplina della raccolta del risparmio ai sensi dell'art.11 testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia.

<sup>97</sup> FAUCEGLIA G., *Introduzione*, p. 6ss, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.* e SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 262.

<sup>98</sup> Le Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia 28 giugno 1995 specificano, in nota 8, che *la quotazione deve riferirsi alle azioni della società, ovvero ad altri titoli purché la scadenza degli stessi sia successiva alla scadenza delle cambiali finanziarie e dei certificati di investimento che si intendono emettere.*

<sup>99</sup> La deliberazione Cicr 3 marzo 1994 individua tali soggetti (I) nelle banche autorizzate in Italia e nelle banche comunitarie di cui all'art.1, comma 2, lettere d) e b), del decreto legislativo n. 385 del 1993; (II) nelle società finanziarie iscritte nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del decreto legislativo n. 385 del 1993; (III) nelle società ed enti di assicurazione autorizzati ai sensi della legge 10 giugno 1978, n. 295 e 22 ottobre 1986, n. 742.

<sup>100</sup> È opportuno ricordare che, parallelamente alle cambiali finanziarie, sono diffusi in via di prassi altri strumenti di indebitamento aventi la medesima funzione economica, quali le polizze di credito commerciale, la cui emissione non è sottoposta ad alcun genere di vincolo soggettivo.

<sup>101</sup> Deliberazione Cicr 3 marzo 1994, art. 2, penultimo comma: *La raccolta mediante "cambiali finanziarie" e "certificati d'investimento" è preclusa agli intermediari svolgenti le attività finanziarie di cui al*

disposizione transitoria<sup>102</sup>.

Mette conto rilevare una discrasia tra il disposto della citata normativa secondaria e quanto statuiva l'art. 3<sup>103</sup> della legge 43/1994, il quale individuava come soggetti abilitati ad emettere cambiali finanziarie *società, enti e imprese*. Autorevole dottrina<sup>104</sup> ha dunque concluso che la delibera Cidr restringe il novero delle imprese emittenti rispetto al dettato legislativo, escludendo soggetti quali le imprese individuali, gli enti non societari e gli enti c.d. non commerciali. Qualora le cambiali finanziarie emesse, tuttavia, non si rivolgessero ad un numero tendenzialmente indeterminato di risparmiatori bensì fossero destinate solo ad investitori professionali, le imprese minori e gli enti non commerciali sarebbero abilitati all'emissione, non dovendosi applicare in tal caso la disciplina concernente la raccolta del risparmio tra il pubblico di cui all'art. 11 Tub.

Tale quadro normativo è mutato in conseguenza della riforma del diritto societario,

---

comma 1 dell'art. 113 del decreto legislativo n. 385 del 1993. La preclusione non riguarda le società finanziarie vigilate, iscritte nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del decreto stesso. Analogamente dispongono le Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia 28 giugno 1995, sezione seconda, articolo 3.1, ultimo comma.

Mette conto rilevare che l'intera materia riguardante i soggetti operanti nel settore finanziario, di cui al titolo V Tub, è stata sostituita ad opera dell'art. 7, primo comma, d.lgs. 13 agosto 2010, n. 141, in seguito ulteriormente modificato dal d.lgs. 19 settembre 2012, n. 169.

<sup>102</sup> Deliberazione Cidr 3 marzo 1994, art. 5, comma 1: *In relazione alle proposte di revisione del trattamento fiscale delle rendite finanziarie, l'emissione di cambiali finanziarie è temporaneamente preclusa alle banche*. Tale norma ha sollevato dubbi in dottrina, in quanto "l'atteso riordino della normativa tributaria in materia avrebbe potuto essere interpretato come una condizione risolutiva del divieto, senza necessità di una sua formale rimozione da parte del Cidr" (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 266). Occorre rilevare che, nonostante il d.lgs. 21 novembre 1997, n. 461 abbia recato il "Riordino della disciplina tributaria dei redditi di capitale e dei redditi diversi", la deliberazione Cidr 19 luglio 2005, sostitutiva del citato provvedimento del 1994, ha riconfermato la preclusione *temporanea* ad emettere cambiali finanziarie a carico delle banche.

È opportuno evidenziare che per *banche* si intendono le imprese che svolgono l'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito, ossia l'*attività bancaria* secondo il disposto dell'art. 10 testo unico bancario, e che sono altresì iscritte nell'albo di cui all'art. 13 del medesimo testo unico.

<sup>103</sup> Art. 3, legge 13 gennaio 1994, n. 43. - 1. *Le società, gli enti e le imprese che emettono cambiali finanziarie di cui all'art. 11 devono operare, all'atto del pagamento, la ritenuta di cui all'art. 1, terzo comma, del decreto-legge 2 ottobre 1981, n. 546, convertito, con modificazioni, dalla legge 1° dicembre 1981, n. 692, sui proventi indicati sulle cambiali finanziarie*. Tale articolo è stato in seguito abrogato dall'art. 16, d.lgs. 21.11.1997, n. 461.

<sup>104</sup> Tale scarto normativo è stato rilevato la prima volta in SPADA P., *R. d. civ.* 94, I, 505. Concordano con tale osservazione SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 264 e SEGRETO A. - CARRATO A. *op. cit.*, pp. 719ss. Masi (MASI P., *Banca, borsa, tit. cred.* 94, I, 588) riteneva che il novero delle imprese emittenti dovesse essere ulteriormente ridotto alle sole società per azioni per azioni ed in accomandita per azioni, in virtù di quanto originariamente stabilito dall'art. 11, comma 4, lett. c) Tub, per il quale v. *supra* nota 90.



recata dal d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, il cui art. 9.2 ha innovato il testo dell'art. 11 Tub, *detipizzando*<sup>105</sup> le forme tecniche di raccolta del risparmio. Il comma 4, lett. c) di tale articolo statuisce oggi che il divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico non si applica:

*alle società, per la raccolta effettuata ai sensi del codice civile mediante obbligazioni, titoli di debito od altri strumenti finanziari.*

In ottemperanza alle nuove disposizioni legislative, il Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio ha emanato la relativa normativa secondaria tramite la deliberazione 19 luglio 2005, la quale ha sostituito il citato provvedimento del 1994 ed ha demandato alla Banca d'Italia di predisporre le conseguenti istruzioni applicative, emanate mediante le Istruzioni di vigilanza 21 marzo 2007.

A differenza della precedente disciplina di attuazione, le citate Istruzioni di vigilanza si limitano a statuire che le nuove norme si applicano ai soggetti residenti in Italia e, in quanto compatibili, a quelli non residenti per l'attività di raccolta effettuata in Italia<sup>106</sup>. Inoltre, la deliberazione Ccr 19 luglio 2005 ha revocato il precedente provvedimento del 1994, ivi inclusa la preclusione all'emissione di cambiali finanziarie a carico delle società finanziarie non vigilate<sup>107</sup>, stabilendo tuttavia che le società esercenti attività di concessione di finanziamenti fra il pubblico sotto qualsiasi forma possano emettere strumenti finanziari di raccolta entro il limite complessivo del patrimonio<sup>108</sup>. Residua, peraltro, la preclusione, originariamente qualificata come temporanea, a carico delle banche<sup>109</sup>.

Di conseguenza, imprese abilitate a raccogliere risparmio tra il pubblico mediante cambiali finanziarie sono le sole società di capitali e le società cooperative cui si applicano, in via residuale, le disposizioni sulla società per azioni, in virtù dell'art. 2519, primo comma,

---

<sup>105</sup> SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 262

<sup>106</sup> Rimane ferma, peraltro, la distinzione tra *società ed enti "quotati"* e *società ed enti non "quotati"*, già rinvenibile nella normativa d'attuazione risalente al 1994 e confermata nelle Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia 21 marzo 2007.

<sup>107</sup> Si veda *supra* nota 100.

<sup>108</sup> Di conseguenza, PELLIZZI (SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 266) rileva come "le società finanziarie che svolgono attività diversa sono assimilate alle non finanziarie e nei loro confronti valgono pertanto i vincoli quantitativi previsti, in generale, per ogni altro ente o società, quotato o non quotato che sia".

<sup>109</sup> SPADA (SPADA P., *Riv. dir. civ., cit.*, p. 504n<sup>12</sup>) paventa una possibile violazione del disposto legislativo da parte della normativa di attuazione, in quanto la preclusione proprio a carico delle banche costituirebbe una *ingiustificata inversione tra regola ed eccezione*, considerando che l'art. 11, secondo comma Tub riserva in via generale alle banche la raccolta del risparmio presso il pubblico.

c.c.<sup>110</sup>

In seguito, il d.l. 83 del 2-6-2012<sup>111</sup> ha ulteriormente innovato la disciplina concernente gli emittenti cambiali finanziarie, inserendo un comma 2 *bis* nell'articolo 1 della legge 43/1994. Tale comma dispone:

*Le cambiali finanziarie possono essere emesse da società di capitali nonché da società cooperative e mutue assicuratrici diverse dalle banche e dalle micro-imprese, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, del 6 maggio 2003. Le società e gli enti non aventi titoli rappresentativi del capitale negoziati in mercati regolamentati o non regolamentati possono emettere cambiali finanziarie subordinatamente alla presenza dei seguenti requisiti:*

*a) l'emissione deve essere assistita, in qualità di sponsor, da una banca o da un'impresa di investimento, da una società di gestione del risparmio (SGR), da una società di gestione armonizzata, da una società di investimento a capitale variabile (SICAV), purché con succursale costituita nel territorio della Repubblica, che assiste l'emittente nella procedura di emissione dei titoli e lo supporta nella fase di collocamento dei titoli stessi;*

*b) lo sponsor mantiene nel proprio portafoglio, fino alla naturale scadenza, una quota dei titoli emessi non inferiore:*

*1) al 5 per cento del valore di emissione dei titoli, per le emissioni fino a 5 milioni di euro;*

*2) al 3 per cento del valore di emissione dei titoli eccedente 5 milioni di euro, fino a 10 milioni di euro, in aggiunta alla quota risultante dall'applicazione della percentuale di cui al numero 1);*

*3) al 2 per cento del valore di emissione dei titoli eccedente 10 milioni di*

---

<sup>110</sup> La dottrina concorde recisamente esclude che le società di persone possano reperire capitale di debito tra il pubblico attraverso l'emissione di cambiali finanziarie. Ciò anche perché, nell'ambito delle stesse società di capitali, l'art. 2483 subordina la facoltà delle società a responsabilità limitata di emettere titoli di debito ad una specifica disposizione in questo senso nell'atto costitutivo, limitando peraltro il novero dei sottoscrittori agli investitori professionali vigilati. Di conseguenza, risulterebbe *a fortiori* incongrua una "piena libertà" di emissione da parte delle società di persone (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 265).

<sup>111</sup> Cosiddetto "decreto sviluppo", convertito con modificazioni dalla legge n. 134 del 7.8.2012.

euro, in aggiunta alla quota risultante dall'applicazione delle percentuali di cui ai numeri 1) e 2);

c) l'ultimo bilancio deve essere certificato da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili;

d) le cambiali finanziarie devono essere emesse e girate esclusivamente in favore di investitori professionali che non siano, direttamente o indirettamente, soci della società emittente; il collocamento presso investitori professionali in rapporto di controllo con il soggetto che assume il ruolo di sponsor è disciplinato dalle norme vigenti in materia di conflitti di interesse.

La prima innovazione recata dal d.l. 83/2012<sup>112</sup> consiste nell'individuazione, a livello legislativo, delle imprese abilitate ad emettere cambiali finanziarie: in precedenza, infatti, il Legislatore aveva demandato alla normativa di rango secondario la determinazione degli emittenti.

Il comma 2 *bis* riserva, dunque, l'emissione di cambiali finanziarie a società per azioni, in accomandita per azioni, a responsabilità limitata<sup>113</sup> e mutue assicuratrici, rendendo nel contempo stabile la preclusione a carico delle banche<sup>114</sup>, qualificata come temporanea dalla precedente normativa secondaria<sup>115</sup>. Preclusione inedita è invece stabilita a carico delle micro-imprese<sup>116</sup>, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione europea,

---

<sup>112</sup> Tale decreto è oggetto di ricostruzione sistematica *infra* Cap. III - La "nuova" cambiale finanziaria introdotta con d.l. 83/2012; In particolare, l'art. 2 è trattato nel paragrafo 3. - *Profili soggettivi e requisiti per l'emissione.*

<sup>113</sup> La dottrina, *ex multis* CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, pp. 157ss, in FAUCEGLIA G. (a cura di), *op. cit.* e SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 265, aveva individuato gli emittenti cambiali finanziarie nelle società di capitali sulla base della delibera Cicr 19 luglio 2005 e delle Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia 21 marzo 2007. Mette conto osservare che, in precedenza, la deliberazione Cicr 3 marzo 1994 individuava espressamente il novero delle imprese abilitate, a proposito del quale si veda *supra* Cap. I - Par. 3. *I soggetti interessati all'emissione e alla circolazione delle cambiali finanziarie.*

<sup>114</sup> Di conseguenza, i soggetti operanti nel settore finanziario *ex artt.* 106 e 107 non rientrano, pertanto, nella preclusione stabilita dalla legge 43/1994 e sono abilitati all'emissione.

<sup>115</sup> Per la quale v. *supra* p. 20n<sup>101</sup>.

<sup>116</sup> Tali imprese, indipendentemente dalla forma giuridica prescelta, non possono emettere cambiali finanziarie; occorre rilevare, tuttavia, che per rientrare nella preclusione deve trattarsi di impresa *autonoma*, che non sia parte di una *impresa associata* come definita dall'art. 3, Titolo I della raccomandazione 2003/361/CE della Commissione europea. In tal caso, tuttavia, è probabile che all'emissione provveda l'*impresa associata* di maggiori dimensioni (BOMPANI A. - CATELANI E., *op. cit.*, p. 109).

alla stregua della quale si considera tale *un'impresa che occupa meno di 10 persone e realizza un fatturato annuo o un totale di bilancio annuo non superiori a 10 milioni di euro*<sup>117</sup>.

La norma - oltre che reinserire nella legge 43/1994 la categoria, originariamente presente, degli enti<sup>118</sup> accanto a quella delle società - ribadisce a livello legislativo<sup>119</sup> la distinzione tra emittenti aventi titoli rappresentativi del capitale negoziati in mercati regolamentati<sup>120</sup> o non regolamentati ed emittenti che, viceversa, non rispondono a tale requisito. Questi ultimi possono emettere cambiali finanziarie solo con l'assistenza di uno *sponsor*.

La figura dello *sponsor*, per i fini che qui interessano, è preordinata ad assistere l'emittente nella procedura di emissione e nella fase di collocamento delle cambiali finanziarie; inoltre, allo scopo di garantire l'affidabilità dell'operazione, lo *sponsor* deve essere *cointeressato*, in qualità di investitore diretto, mantenendo nel proprio portafoglio, sino alla loro naturale scadenza, "una percentuale determinata regressivamente dal 5 al 2 per cento, in ragione del quantitativo complessivo della serie dei titoli emessi dai 5 ai 10 milioni e oltre<sup>121</sup>".

Lo *sponsor* assolve, sia pure indirettamente, alla medesima funzione di garanzia che la delibera Cicr 3 marzo 1994 aveva posto in capo a banche italiane e comunitarie, società finanziarie vigilate e compagnie d'assicurazione<sup>122</sup>, con in più il compito di assistere l'impresa nell'emissione e nel collocamento dei titoli. I soggetti che possono assumere la qualità di *sponsor* sono, a norma del comma 2 *bis* in commento, le banche e le imprese di investimento,

---

<sup>117</sup> Per quanto afferisce il riferimento contabile si segnala BOMPANI A. - CATELANI E., *op. cit.*, p. 109, ove si afferma che "con l'espressione sibillina totale di bilancio e ricordando che per la normativa italiana in base al primo comma dell'art. 2423 c.c., il bilancio ricomprende lo Stato Patrimoniale, il Conto Economico e la Nota Integrativa, deve verosimilmente intendersi il totale dell'attivo dello stato patrimoniale. Altri riferimenti sarebbero infatti illogici e senza significato".

<sup>118</sup> L'art. 3 della legge 43/1996 menzionava espressamente gli enti accanto alle società quali soggetti abilitati ad emettere cambiali finanziarie; la discrasia tra tale norma e la disciplina secondaria di cui alla delibera Cicr 3 marzo 1994 ha sollevato i dubbi interpretativi di cui si è dato conto *supra* in nota 99. L'art. 3 è stato in seguito abrogato dall'art. 16, d.lgs. 21.11.1997, n. 461.

<sup>119</sup> Tale distinzione è stata sempre presente nella normativa secondaria di attuazione, prima nelle Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia 28 giugno 1995 e poi in quelle del 21 marzo 2007. La novità consiste, analogamente all'individuazione degli emittenti, nell'inserimento della norma in un intervento legislativo anziché regolamentare.

<sup>120</sup> Si fa, dunque, riferimento ai soli titoli rappresentativi del capitale, ossia a valori azionari ed assimilati, con esclusione delle obbligazioni. Per quanto riguarda i mercati di negoziazione si fa riferimento, oltre che ai mercati ufficiali, anche ai sistemi multilaterali di negoziazione e agli internalizzatori sistematici.

<sup>121</sup> BOMPANI A. - CATELANI E., *op. cit.*, p. 110.

<sup>122</sup> Si veda. *supra* nota 95.

le società di gestione del risparmio (Sgr), le società di gestione armonizzata e le società d'investimento a capitale variabile (Sicav), purché aventi una succursale costituita nel territorio della Repubblica.

In sostituzione del previgente requisito dell'utile di bilancio nei tre esercizi precedenti l'emissione, la nuova norma richiede, per le società e gli enti non aventi titoli rappresentativi del capitale negoziati in mercati regolamentati e non, che l'ultimo bilancio sia certificato da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili.<sup>123</sup>

L'innovazione che riveste maggiore portata sistematica si riscontra nella lettera *d*) del comma 2 *bis*, allorché è stabilito che società ed enti non aventi azioni quotate possono emettere e girare cambiali finanziarie esclusivamente ad investitori professionali che non siano, direttamente o indirettamente, soci della società emittente. La portata innovativa di tale norma si manifesta in rapporto a quanto disposto dal terzo comma del medesimo articolo, ove si statuisce che l'emissione di cambiali finanziarie costituisce raccolta del risparmio ai sensi del testo unico bancario<sup>124</sup>.

Sulla base dell'interpretazione sistematica dell'art. 1 l. 43/1994, appare dunque prefigurarsi una distinzione tra società ed enti aventi titoli rappresentativi del capitale negoziati in mercati regolamentati o non regolamentati, i quali hanno facoltà di emettere cambiali finanziarie allo scopo di reperire *presso il pubblico* capitale di debito ed imprese non "quotate", le quali possono raccogliere, tramite cambiali finanziarie, solo le risorse di *investitori qualificati*<sup>125</sup>. Tale distinzione spiega le sue conseguenze sulla disciplina applicabile

---

<sup>123</sup> "Con riferimento all'ultimo bilancio si individua verosimilmente l'ultimo bilancio approvato dall'assemblea dei soci antecedentemente all'emissione delle cambiali finanziarie. Riguardo alla certificazione del bilancio questa non deve necessariamente essere effettuata da una società di revisione iscritta all'albo Consob, come è previsto per le società quotate in mercati regolamentati" così BOMPANI A. - CATELANI E., *op. cit.*, p. 110. Ivi si esclude, altresì, che il bilancio possa essere certificato dal collegio sindacale, anche quando quest'ultimo - ai sensi dell'art. 2409 *bis* c.c. - sia legittimato dallo statuto alla revisione legale dei conti e la società non sia tenuta alla redazione del bilancio consolidato.

<sup>124</sup> Per il testo del quale v. *supra* p. 18.

<sup>125</sup> Tale norma appare ricalcare quanto stabilito dall'art. 2483 c.c. concernente l'emissione di titoli di debito da parte di società a responsabilità limitata. Il secondo comma di tale articolo prevede, infatti, che i titoli di debito emessi da una s.r.l. possano essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. Si stabilisce, altresì, che in caso di successiva circolazione dei titoli di debito chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima.

all'emissione<sup>126</sup>, in quanto solo nel primo caso vi è raccolta del risparmio tra il pubblico<sup>127</sup>.

L'art. 2 *bis* stabilisce infine che, qualora si rendano sottoscrittori o giratari delle cambiali finanziarie investitori professionali in rapporto di controllo con lo sponsor, il collocamento sia assoggettato alle norme disciplinanti il conflitto d'interessi.

#### 4. – RELAZIONI TRA CAMBIALE FINANZIARIA E ALTRI STRUMENTI DI DEBITO PER IL FINANZIAMENTO DELLE SOCIETÀ; PROFILI COMPARATIVI.

L'introduzione dell'istituto cambiale finanziaria, ad opera della legge 43/1994, è avvenuta in esito ad un processo di diffusione, nel mercato italiano come nei mercati internazionali, di strumenti d'indebitamento a breve termine, invalsi in via di prassi per il soddisfacimento della medesima *esigenza economica* assoluta della cambiale finanziaria.

Il principale di tali strumenti consiste nelle *commercial papers*<sup>128</sup> affermatesi originariamente negli Stati Uniti d'America ed in seguito diffusesi, con rilevanti modificazioni, nei vari mercati europei<sup>129</sup>.

---

<sup>126</sup> Oltre a tale profilo, costituisce interessante materia di indagine lo studio di come l'investimento – sia pure tramite titoli di debito – effettuato da *operatori qualificati* produca effetti sulla gestione societaria diversi e più intensi di quello effettuato da *singoli risparmiatori*.

<sup>127</sup> Per la nozione di raccolta del risparmio tra il pubblico si veda *supra* nota 87.

<sup>128</sup> Mette conto rilevare la Relazione accompagnatoria alla legge 43/1994 così si esprime: “le cambiali finanziarie, o *commercial papers*, sono nella prassi internazionale strumenti finanziari a breve termine in virtù dei quali le imprese autorizzate all'emissione possono fare direttamente ricorso al mercato del risparmio.” V. *supra* p. 8n<sup>11</sup>

<sup>129</sup> Occorre effettuare, sin d'ora, una precisazione terminologica: in Italia e negli Stati Uniti con l'espressione *commercial papers* si fa riferimento a due fenomeni in parte distinti. Negli Stati Uniti *commercial paper* indica qualsiasi “strumento negoziabile, cioè documento cartolare nel quale si incorpora la promessa o l'ordine di pagare una somma determinata a vista o a una data prefissata, all'ordine o al portatore”, secondo la definizione fornita da GIFIS S.H., *Law Dictionary*, Barron's Educational Series, Woodbury, New York, 1995, voce “*commercial paper*”, p. 37 riportata in MORI M., *op. cit.*, p. 6. La dottrina italiana indica con tale locuzione, invece, fenomeni diversi, accomunati fra loro solo da una ampiezza definitoria minore rispetto a quella americana. Da un lato, SEGRETO e CARRATO (SEGRETO A.-CARRATO A., *op. cit.*, p. 705) non distinguono tra *commercial papers* e polizza di credito commerciale, altra dottrina (Fauceglia G., *op. cit. passim*; LIACE G. – RAZZANTE R. (a cura di), *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale – vol. XII Finanziamento alle imprese*, Torino, 2005, *passim*; SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, pp. 242ss; MORI M., *op. cit. passim*) discerne tra *commercial paper* definito come *pagherò non garantito, emesso a scadenza fissa, a breve termine e negoziato “a sconto”*, antesignano della cambiale finanziaria introdotta dalla l. 43/1994, e polizza di credito commerciale, quale ricognizione di debito (FAUCEGLIA G., *Le polizze di credito commerciale*, pp. 92ss, in

La *commercial paper*, affermatasi negli Stati Uniti all'inizio del XIX secolo<sup>130</sup>, si configura come una promessa di pagamento<sup>131</sup> a breve termine non garantita - *short term unsecured promissory note* - avente scadenza fissa, emessa al portatore da impresa di primaria importanza e negoziata a sconto.

Il titolo in parola ha scadenza massima di 270 giorni<sup>132</sup>, ancorché risulti ordinariamente emesso per una durata compresa tra i 30 ed i 60 giorni. È opportuno, tuttavia, rilevare che *l'arco temporale di utilizzo del finanziamento connesso all'emissione dei titoli*<sup>133</sup> è molto maggiore, grazie alla tecnica del *roll-over*: le imprese interessate predispongono, infatti, un *commercial papers program*<sup>134</sup> in cui è stabilito il rinnovo dei titoli in scadenza e l'ammontare massimo dei medesimi che possono essere contemporaneamente in circolazione, sicché il ricavato dell'emissione dei nuovi titoli è impiegato per rimborsare quelli in scadenza. Ciononostante, lo sviluppo di un mercato secondario è stato ostacolato dalla breve durata dei singoli titoli, con conseguente tendenza degli investitori a trattenere il titolo in portafoglio fino alla

---

FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*) o titolo improprio (AMATO V., *Lavori preparatori della l. 13 gennaio 1994, n. 43*, pp. 127sn<sup>1</sup>, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*).

<sup>130</sup> L'origine storica delle *commercial papers* è ripercorsa da SPAGNUOLO (SPAGNUOLO D., *L'esperienza delle commercial papers negli Stati Uniti ed in Europa – Profili di disciplina generale*, pp. 29s in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*), il quale individua la ragione della loro diffusione nelle caratteristiche del sistema creditizio statunitense all'inizio del secolo XIX, periodo in cui era vietato alle aziende di credito aprire sportelli in più di uno Stato della Federazione. Di conseguenza, le imprese caratterizzate da forte stagionalità riscontravano conveniente finanziarsi attraverso *commercial papers* piuttosto che tramite l'intermediazione delle banche regionali, costrette ad elevare i tassi d'interesse dati i picchi stagionali di domanda creditizia. Il perdurante successo del titolo in parola, anche dopo la liberalizzazione dell'attività bancaria sul territorio federale, si spiega in virtù delle restrizioni creditizie e dei massimali sui depositi imposti dalla *Federal Reserve*, con conseguente difficoltà riscontrata dalle banche nel reperire adeguato ammontate di fondi (ORVIETO R., *Il commercial paper statunitense*, in *Riv. dir. valutario e di econ. internaz.*, 1987, p. 904).

<sup>131</sup> Occorre rilevare che le *commercial papers* rientrano nel *genus "negotiable instruments"*, disciplinati dai paragrafi 3-103 e 3-104 dello *Uniform Commercial Code* e rivestono, di conseguenza, la forma del titolo di credito.

<sup>132</sup> La ragione di tale scadenza consiste nell'esenzione dall'obbligo di registrazione imposto dalla *Securities and Exchange Commission (S.E.C.)*, a condizione che l'operazione sia preordinata a finanziare la gestione corrente dell'emittente (HAZEN T.L., *The Law of Securities Regulation*, St. Paul, Minnesota, 1985, p. 14).

<sup>133</sup> SPAGNUOLO D., *L'esperienza delle commercial papers negli Stati Uniti ed in Europa – Profili di disciplina generale*, p. 31 in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*

<sup>134</sup> I quali hanno una durata che raggiunge i 5 anni. Di conseguenza, "la *commercial paper* si è gradualmente trasformata da strumento di finanziamento a breve in strumento di provvista a medio e lungo periodo" così rileva MORETTI E., *Commercial paper: il mercato degli Stati Uniti, l'esperienza italiana e possibili linee evolutive dello strumento*, in *Banche e Banchieri*, 1985, p. 684, citato in SPAGNUOLO D., *L'esperienza delle commercial papers negli Stati Uniti ed in Europa – Profili di disciplina generale*, p. 31 in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*

scadenza<sup>135</sup>.

A tutela degli investitori sono usualmente previste linee di credito bancario, denominate *back-up lines*, aventi durata ed importi identici ai programmi di emissione, al fine di escludere il rischio di insolvenza dell'emittente alla scadenza dei titoli, rischio potenzialmente cagionato da situazioni di contingente illiquidità del mercato<sup>136</sup>.

Occorre altresì osservare che il ricorso a tali *back-up lines* è meramente facoltativo, ciò che ha indotto la S.E.C. a richiedere che le *commercial papers* siano alternativamente associate a due elementi ulteriori, esterni al documento ma nondimeno rilevanti nel quadro complessivo dell'operazione<sup>137</sup>: si fa riferimento al *rating* e alla *stand-by Letter of Credit*.

Il *rating* consiste nella misura il grado di affidabilità dell'emittente effettuata da società specializzate, le quali ne valutano il merito di credito sulla base di taluni parametri uniformi quali la situazione finanziaria, il grado di liquidità ed autofinanziamento, i risultati operativi, le prospettive del settore<sup>138</sup>. Qualora l'impresa riscontri eccessivamente oneroso ottenere un *rating* autonomo, l'emissione di *commercial papers* può essere comunque effettuata sul presupposto della garanzia fideiussoria, nella forma di *stand-by Letter of Credit*, prestata da un soggetto, ordinariamente una banca<sup>139</sup>, che goda di *rating* autonomo, il quale si estende ai

---

<sup>135</sup> La dottrina (SPAGNUOLO D., *L'esperienza delle commercial papers negli Stati Uniti ed in Europa - Profili di disciplina generale*, p. 32 in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*) rileva altresì che la necessità di smobilizzare il credito prima della scadenza è ordinariamente soddisfatta dai *dealers* che, dopo essere intervenuti nel collocamento, si occupano di acquistare i titoli negoziati per loro tramite.

<sup>136</sup> Tale forma di garanzia è invalsa a seguito del fallimento della Penn Central Transportation Co., occorso nel giugno 1970, che determinò il mancato pagamento di *commercial papers* per diversi milioni di dollari (SPAGNUOLO D., *L'esperienza delle commercial papers negli Stati Uniti ed in Europa - Profili di disciplina generale*, p. 32 in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*).

<sup>137</sup> SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, pp. 243.

<sup>138</sup> Le tre principali agenzie di *rating* riconosciute dalla S.E.C. sono Standard & Poor's, Moody's Investors Service Inc. e Fitch Investors Service Inc., quest'ultima è l'unica rilevantemente partecipata da investitori europei. È opportuno notare che "l'ottenimento di un giudizio di qualità più o meno buono si riflette sul costo della commercial paper e sulla facilità del roll-over, soprattutto in momenti di particolare tensione del mercato" (ASCARELLI F., in *Digesto disc. privo., sez. comm.*, voce "Commercial paper", III, Torino, 1988, p. 158). D'altra parte, SPAGNUOLO (SPAGNUOLO D., *L'esperienza delle commercial papers negli Stati Uniti ed in Europa - Profili di disciplina generale*, pp. 29s in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*) osserva che solo le imprese di primaria importanza, le quali confidano di ottenere un giudizio positivo, richiedono di essere sottoposte agli onerosi controlli esterni delle agenzie specializzate.

<sup>139</sup> È interessante notare come le banche, per tale via, acquistino un ruolo primario nell'emissione di titoli nati dall'esigenza di *disintermediazione bancaria*; per tale fenomeno v. *supra* p. 3n<sup>8</sup>. Si segnala, in particolare, l'osservazione di MORI (MORI M., *op. cit.*, p. 14), la quale rileva che "sul piano economico, le imprese bancarie beneficiano della commissione d'impegno, che deve essere corrisposta per il supporto creditizio all'emissione e che va a rimpinguare il margine d'intermediazione". D'altro lato, le banche possono investire nei titoli in parola per finanziare le



titoli assistiti da tale garanzia<sup>140</sup>.

Per quanto attiene al collocamento dei titoli, l'emittente può avvalersi di un intermediario specializzato (noto come *dealer*) ovvero procedere al collocamento diretto delle *commercial papers* presso gli investitori (*direct paper*). Il ricorso ad un *dealer* consente all'emittente (*issuer*) d'avvalersi di un intermediario specializzato già in contatto con i potenziali acquirenti dei titoli, conseguentemente in grado di sollecitare l'emissione di *commercial papers* a fronte della domanda proveniente dai proprio clienti<sup>141</sup>.

Mette conto rilevare, tuttavia, che l'idoneità delle *commercial papers* statunitensi a raccogliere il pubblico risparmio è frustrata dal taglio elevato dei titoli in questione, almeno di 100.000 \$ ma talvolta superiore al milione; tali importi implicano il prevalente coinvolgimento degli investitori istituzionali, anziché dei singoli risparmiatori<sup>142</sup>.

La fine degli anni '70 del secolo scorso ha visto la diffusione, anche in Europa, di strumenti d'indebitamento a breve termine alternativi al credito bancario, i principali dei quali sono stati denominati *euronotes* ed *eurocommercial papers*<sup>143</sup>.

Le *euronotes* sono qualificate come *titoli emessi in serie o in massa, con scadenza a breve, nell'ambito di un programma di finanziamento (facility) a medio-lungo termine, assistiti ad un impegno di acquisto assunto da una o più banche o altre istituzioni finanziarie (underwriters) allorché i titoli non trovino collocamento sul mercato ad un costo, per l'emittente, inferiore ad un massimo prefissato,*

---

imprese: "per le banche e, a maggior ragione, per gli altri operatori che non soggiacciono ai loro vincoli, l'investimento in *commercial paper* costituisce una valida alternativa sia all'erogazione di fidi, tramite la realizzazione in concreto di schemi consolidati, sia all'impiego in altre attività finanziari" (MORI M., *op. cit.*, p. 18.).

<sup>140</sup> Resta fermo, in ogni caso, che il rating o la garanzia fideiussoria devono risultare dal contesto del titolo.

<sup>141</sup> I principali *dealers* sono Credit Suisse-First Boston Merrill Lynch e Goldman Sachs; più della metà di tutte le *commercial papers* in circolazione viene collocata tramite intermediari specializzati. Occorre altresì rilevare che solo imprese aventi una capillare rete di vendita ed emittenti una ingente mole di strumenti hanno la possibilità di ammortizzare i costi che il collocamento diretto presuppone (SPAGNUOLO D., *L'esperienza delle commercial papers negli Stati Uniti ed in Europa - Profili di disciplina generale*, p. 33 in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*).

<sup>142</sup> È opportuno rilevare, in conclusione, che le prime e più rilevanti operazioni, condotte da imprese italiane sul mercato nordamericano delle *commercial papers*, sono state realizzate, nel corso degli anni '80, da quattro istituti di credito: l'Istituto S. Paolo di Torino, l'Istituto Mobiliare Italiano, il Monte dei Paschi di Siena e la Banca Popolare del Lavoro (ORVIETO R., *op. cit.*, p. 904).

<sup>143</sup> La diffusione di tali strumenti è stata determinata dalle crisi petrolifere e dall'incremento della concorrenza tra banche commerciali, ciò che ha determinato una progressiva riduzione dei margini di profitto sulle operazioni di credito a breve termine (SPAGNUOLO D., *L'esperienza delle commercial papers negli Stati Uniti ed in Europa - Profili di disciplina generale*, p. 36 in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*).

solitamente espresso in termini di spread su Libor<sup>144</sup>.

La caratteristica saliente delle *euronotes* si rinviene, dunque, nella presenza di un'istituzione finanziaria, usualmente una banca, che assume l'obbligazione di acquistare in proprio i titoli che non sono stati collocati sul mercato ad un prezzo predeterminato con l'emittente.

La presenza di una banca *underwriter* costituisce, altresì, la principale differenza tra *euronotes* ed *eurocommercial papers*, le quali prevedono - in analogia all'omologo istituto statunitense<sup>145</sup> - l'apertura di apposite linee di credito o la concessione di garanzie di tipo fideiussorio a tutela degli investitori, per il resto presentando caratteri identici alle *euronotes* sotto il profilo documentale.<sup>146</sup> Altro elemento discrezionale si riscontra nella scadenza dei titoli in questione, essendo le *euronotes* emesse per uno, tre o sei mesi, mentre le *eurocommercial papers* hanno scadenza variabile tra sette giorni ed un anno (ordinariamente la scadenza è compresa tra 25 e 45 gg.)<sup>147</sup>.

Un ultimo rilevante profilo differenziale tra gli strumenti in parola è costituito dalle modalità di collocamento dei titoli sul mercato: mentre le *eurocommercial papers* vengono collocate direttamente dagli emittenti o da *dealers* specializzati, le *euronotes* presentano

---

<sup>144</sup> La presente definizione è tratta da SPAGNUOLO D., *L'esperienza delle commercial papers negli Stati Uniti ed in Europa - Profili di disciplina generale*, p. 36 in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*, ove si menziona altresì che la prima emissione di *euronotes* è stata organizzata nel 1978 dalla Citycorp Investment Bank Ltd. per la New Zeland Shipping Corporation, nell'ambito della quale fu creata la *Committed Note Purchase Facility*; tale operazione è stata reiterata nel 1981 ed ha portato al collocamento di *euronotes* a breve termine per 500 milioni di dollari, emesse dal Government of New Zeland (per tale operazione si veda PENN G.A. - SHEA A.M. - ARORA A., *The law and practice of international banking. Banking law*, II, London, 1987, p. 197).

<sup>145</sup> I principali caratteri distintivi tra *commercial papers* ed *eurocommercial papers* si rinvergono nella scadenza media più lunga dei titoli europei, con conseguente possibilità di circolare sul mercato secondario successivamente all'emissione, e nella mancanza per questi ultimi di *rating* obbligatorio in assenza di garanzia fideiussoria (in argomento si segnala MCCAULEY R. - HARGRAVES R., *Eurocommercial paper and U.S. commercial papers: converging money markets?*, in *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, 1987, n. 3, p. 24ss).

<sup>146</sup> Anche le *euronotes* sono talvolta assistite da *back-up facilities*, le quali hanno tuttavia una finalità radicalmente diversa da quelle che assistono le *commercial papers*, sia europee che americane. Nel caso delle *euronotes*, infatti, la linea di credito è aperta nell'esclusivo interesse dell'emittente, al fine di approvvigionarlo di una provvista di denaro nel caso in cui il collocamento non vada a buon fine e l'emittente debba richiedere alle banche *underwriters* di acquistare i titoli non collocati SPAGNUOLO D., *L'esperienza delle commercial papers negli Stati Uniti ed in Europa - Profili di disciplina generale*, p. 38 in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*

<sup>147</sup> SPAGNUOLO D., *L'esperienza delle commercial papers negli Stati Uniti ed in Europa - Profili di disciplina generale*, p. 39 in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*

un'ampia varietà di *tecniche di piazzamento*<sup>148</sup>. La gamma dei sistemi di collocamento delle *euronotes* si estende dal ricorso ad un unico intermediario (*sole placing agency*)<sup>149</sup> sino alla costituzione di un gruppo di intermediari creditizi (*Tender Panel*) che, tramite un'asta competitiva, seleziona i soggetti che assumono l'incarico di collocare le *euronotes* presso gli investitori<sup>150</sup>.

Le imprese emittenti sia *euronotes* sia *eurocommercial papers* sono tenute alla redazione di un prospetto informativo, denominato *Information Memorandum*, il quale, oltre che svolgere una funzione informativa, implica la responsabilità dell'emittente e degli intermediari sulla *veridicità e completezza* delle notizie fornite<sup>151</sup>.

La rilevanza economica assunta dagli strumenti d'indebitamento non bancari per il finanziamento delle imprese ha indotto, nell'ultimo ventennio del secolo scorso, i principali Paesi europei a dotarsi di una disciplina che regolasse l'impiego di tali titoli nei rispettivi ordinamenti.

In Francia, la disciplina delle carte commerciali – aventi la denominazione di *papier commercial* o *billet de trésorerie*<sup>152</sup> – è stata introdotta dalla l. 1231 del 1985<sup>153</sup>, nell'ambito di

---

<sup>148</sup> SPAGNUOLO D., *L'esperienza delle commercial papers negli Stati Uniti ed in Europa – Profili di disciplina generale*, p. 40 in FAUCEGLIA G. (a cura di), *op. cit.* Originariamente tali tecniche prevedevano una netta distinzione tra la funzione di distribuzione e quella di *underwriting* dei titoli.

È opportuno rilevare che, anche per quanto riguarda la distribuzione di *eurocommercial papers*, sono in atto tendenze evolutive analoghe a quelle verificatesi negli Stati Uniti, ove gli intermediari sollecitano l'impresa ad emettere il quantitativo e la specie di titoli secondo le richieste ricevute dai clienti; v. *supra* p. 29.

<sup>149</sup> Sulla base di tale tecnica, qualora l'intermediario non sia riuscito a collocare tutti i titoli emessi entro il termine del *selling period* predeterminato, la banca *underwriter* viene sollecitata ad acquistare i titoli residui.

È stata altresì messa a punto una tecnica di collocamento idonea a coinvolgere le banche *underwriters*, sulla base della quale tali banche collocano un ammontare di *euronotes* proporzionale all'impegno di sottoscrizione assunto. Tale tecnica, tuttavia, determina la diretta concorrenza tra gli intermediari creditizi interessati e la conseguente riduzione dei rispettivi margini di profitto.

<sup>150</sup> Tale tecnica prevede che si riuniscano in un *Panel* vari intermediari, incluse le banche *underwriters*, e ivi gareggino per assicurarsi il diritto di collocare i titoli, risultando assegnatari gli intermediari che propongono il prezzo più basso (CIRILLO A., *NIFs, Swaps, e Options. Operazioni bancarie innovative*, Padova, 1990, p. 37).

<sup>151</sup> SPAGNUOLO D., *L'esperienza delle commercial papers negli Stati Uniti ed in Europa – Profili di disciplina generale*, p. 42 in FAUCEGLIA G. (a cura di), *op. cit.* L'*Information Memorandum* rappresenta sia le condizioni generali dell'emittente, in particolare la situazione economica e finanziaria, sia le specifiche condizioni dell'operazione di finanziamento posta in essere.

<sup>152</sup> Dal punto di vista sistematico, tali strumenti costituiscono *titres de créance négociables*, unitamente ai certificati di deposito emessi dalle banche e ai *bons* di società finanziarie con scadenza fino a due anni (ALSWORTH J.S. – BORIO C., *Vue d'ensemble des marchés du 'papier commercial'*, in *Banque*,

un'opera di riforma complessiva dell'ordinamento finanziario francese<sup>154</sup>.

Il *billet de trésorerie* si qualifica come pagherò cambiario<sup>155</sup> al portatore, con scadenza inferiore od uguale ad un anno. Attualmente, tali titoli possono essere emessi – oltre che dalle società in possesso dei requisiti per l'appello al pubblico risparmio<sup>156</sup> – anche dalle banche e dai fondi comuni di investimento, cui originariamente l'emissione era preclusa<sup>157</sup>.

I *billets de trésorerie* sono collocati sul mercato esclusivamente da banche ed imprese d'investimento, essendo inoltre previsto dalla legge il duplice onere di predisporre il prospetto informativo ed ottenere l'autorizzazione dell'*Autorité des Marchés Financiers*.

Nel Regno Unito, le *commercial papers* sono state introdotte a seguito della riforma del *Banking Act* del 1979, il quale in precedenza riservava alle banche l'emissione di titoli aventi durata inferiore ad un anno<sup>158</sup>.

1994, p. 61 citato da SPAGNUOLO D., *L'esperienza delle commercial papers negli Stati Uniti ed in Europa – Profili di disciplina generale*, p. 44 in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*).

<sup>153</sup> Occorre segnalare che in Francia, come è avvenuto a partire dal 1994 in Italia con l'introduzione della cambiale finanziaria, la disciplina delle carte commerciali è contenuta in un vero e proprio *microsistema normativo*, composto – oltre che dall'intervento legislativo – da vari provvedimenti attuativi di rango secondario (per l'Ita. v. pp. 4ss). In Francia, tale microsistema è stato modificato a più riprese, prima dal decreto n. 79 del 1991 ed in seguito ad opera del decreto 137/1992. Inoltre, la materia è stata complessivamente riordinata dal decreto 1316 del 1998, accompagnato dal *Code monétaire et financier* (per i riferimenti normativi, v. SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, pp. 243).

<sup>154</sup> Attraverso tale complessivo processo di riforma, il Legislatore francese ha inteso superare la risalente distinzione tra mercato monetario a breve termine e mercato finanziario a medio-lungo termine, consentendo a tutti gli operatori di accedere ad entrambi i mercati e di utilizzare tutti i possibili strumenti di finanziamento (così SPAGNUOLO D., *L'esperienza delle commercial papers negli Stati Uniti ed in Europa – Profili di disciplina generale*, p. 43 in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*).

<sup>155</sup> Per la nozione di pagherò cambiario ed il confronto con quella di cambiale tratta, vedi *supra* p. 8n<sup>29</sup>.

<sup>156</sup> L'elencazione degli emittenti è contenuta nell'art. L213-3 c.m.f. e comprende, oltre le società idonee a fare appello al pubblico risparmio, le società con *forme équivalente* aventi sede sociale all'estero, i gruppi di interesse economico e le società in nome collettivo – i primi composti e le seconde partecipate esclusivamente da società per azioni idonee a raccogliere risparmio tra il pubblico –, gli Stati, le istituzioni comunitarie e gli organismi internazionali di cui sia parte la Repubblica francese, gli enti locali, le banche ed i fondi comuni di investimento (SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, pp. 244).

<sup>157</sup> Negli anni successivi all'introduzione dei *billets de trésorerie*, banche e fondi comuni di investimento potevano esclusivamente operare quali prenditori dei titoli in questione.

<sup>158</sup> La *section 1(1)* del *Banking Act* del 1979 statuiva “no person may accept a deposit in the course of carrying on a business which is a deposit-taking business (...) unless it is a recognised bank, a licensed deposit-taker or otherwise exempt.” Data la latitudine e l'ambiguità del sostantivo *deposit*, la Bank of England interpretò restrittivamente la disposizione, facendo oggetto di divieto anche la raccolta effettuata dalle imprese non bancarie mediante l'emissione di titoli a breve (SPAGNUOLO D., *L'esperienza delle commercial papers negli Stati Uniti ed in Europa – Profili di disciplina generale*, p. 48 in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*).

Possono emettere *sterling commercial papers* esclusivamente società con azioni quotate presso il London Stock Exchange o in un altro mercato regolamentato riconosciuto in uno Stato rientrante nello Spazio Economico Europeo; tali società sono tenute a disporre di un patrimonio che ammonti almeno a 25 milioni di sterline ed i titoli emessi devono avere durata inferiore ai dodici mesi. Mette conto rilevare che l'emissione non è preclusa a società che, pur non rivestendo direttamente i requisiti menzionati, siano partecipate al 100% da società che ne dispongano<sup>159</sup>.

Occorre rilevare che, analogamente a quanto stabilito in Francia, gli emittenti non sono tenuti ad ottenere uno *standing* creditizio da parte di agenzie di *rating*, ma devono unicamente ottemperare agli obblighi informativi richiesti dal coinvolgimento del pubblico risparmio<sup>160</sup>.

In Germania, l'abrogazione dell'obbligo di autorizzazione governativa per l'emissione di titoli obbligazionari atipici, unitamente all'abolizione del prelievo fiscale sulla loro negoziazione, ha determinato l'introduzione delle *commercial papers* nell'ordinamento, avvenuta nel 1991<sup>161</sup>. È previsto per tali titoli un taglio minimo pari a 250 mila euro ed una durata compresa tra sette giorni e due anni<sup>162</sup>.

È opportuno osservare che gli intermediari bancari, tradizionalmente centrali nell'ambito dei mercati finanziari tedeschi, prestano usualmente servizi di consulenza concernenti la progettazione dell'operazione e sono sovente incaricati di procedere al collocamento dei titoli sul mercato.

L'introduzione nell'ordinamento italiano dell'istituto cambiale finanziaria, ad opera

---

La riferita posizione della Bank of England ebbe per conseguenza, stante la vigenza del divieto per le sole raccolte in sterline effettuate da società con sede legale nel Regno Unito, la diffusione della pratica di emettere titoli con divisa diversa dalla sterlina ad opera di società affiliate non aventi nazionalità britannica.

<sup>159</sup> La ricostruzione sistematica della disciplina nel Regno Unito si segnala Goodall C.P., *Offers of commercial paper in the UK*, in *International Financial Law Review*, april 1984.

<sup>160</sup> Pertanto, qualora l'offerta sia rivolta ad investitori qualificati, ovvero il taglio dei titoli sia superiore a 100 mila sterline, la *section 9(1)* del *Regulated Activities Order* del 2001, modificativo del *Financial Services and Markets Act*, consente l'emissione in esenzione agli obblighi ordinariamente previsti.

<sup>161</sup> SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, pp. 244

<sup>162</sup> È rilevante osservare che il diritto tedesco non prevede un ammontare minimo del programma di emissione, per cui tale ammontare è stabilito dall'emittente e dall'intermediario incaricato del collocamento sulla base, da un lato, delle necessità di finanziamento dell'impresa e, dall'altro, delle effettive possibilità di collocare i titoli in questione.

della legge 43/1994<sup>163</sup>, con il dichiarato obiettivo di agevolare l'accesso delle imprese al mercato non bancario del risparmio, è stata preceduta dalla diffusione in via di prassi di strumenti aventi la medesima finalità, i principali dei quali sono le accettazioni bancarie e le polizze di credito commerciale<sup>164</sup>.

L'incremento del flusso di risorse finanziarie richieste dall'attività d'impresa, unitamente alla disciplina restrittiva concernente gli impieghi delle banche<sup>165</sup>, ha determinato l'affermazione, prima solo nella prassi ed in seguito a livello normativo<sup>166</sup>, delle accettazioni bancarie<sup>167</sup>.

Tale titolo si qualifica come cambiale tratta<sup>168</sup> emessa all'ordine<sup>169</sup> dall'imprenditore-traente ed accettata da una banca, la quale si obbliga in via principale e diretta, di modo che la cambiale risulta idonea ad essere indirizzata alla circolazione, mediante girata senza garanzia,

<sup>163</sup> Per quanto afferisce all'identificazione delle *commercial papers* italiane nelle cambiali finanziarie si veda la Relazione accompagnatoria alla l. 43/1994, menzionata *supra* p. 27n<sup>126</sup>.

<sup>164</sup> L'importanza pratica dell'indagine relativa a tali strumenti è posta in evidenza da SEGRETO e CARRATO (*La cambiale*, Milano, 2000, p. 703), in quanto occorre determinare se con la legge n. 43 del 1994 il Legislatore abbia inteso disciplinare strumenti preesistenti, in qual caso "questi non possono più esistere o trovare disciplina nel nostro ordinamento in modo diverso da quanto disposto dal legislatore".

<sup>165</sup> Le misure di contingentamento del credito, originariamente applicate ai soli crediti per cassa, funsero da stimolo per le banche alla differenziazione degli impieghi, nel cui ambito riceverono impulso i crediti di accettazione (così BELLACOSA A., *Le accettazioni bancarie*, p. 53n<sup>1</sup>, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*, per una ricostruzione in tal senso si segnala altresì PELLIZZI G.L., *Le accettazioni bancarie*, in *Banca, Borsa tit. cred.*, 1982, I, p.1000). Si veda *supra* nota 7.

<sup>166</sup> In seguito alla *tipizzazione socio-economica della fattispecie*, le accettazioni bancarie sono state oggetto di un processo di *riconoscimento legislativo ed amministrativo*, per ragioni d'ordine fiscale, iniziato dall'art. 2, l. 24 luglio 1978, n. 388 e culminato nell'art. 11, d.l. 30 settembre 1983, n. 512, convertito con l. 649/1983. Tra gli atti amministrativi riveste particolare importanza il decreto del Ministro delle Finanze 20 agosto 1992, recante l'approvazione della tariffa dell'imposta di bollo.

<sup>167</sup> Stagno d'Alcontres (STAGNO D'ALCONTRES A., *Tipicità e atipicità nei titoli di credito*, Milano, 1992, pp. 252ss) rileva: "Fondamentalmente comunque può dirsi che due circostanze ne [riferimento è alle cambiali finanziarie, *N.d.R.*] hanno ispirato la elaborazione e favorito la diffusione: la povertà del mercato finanziario italiano al tempo in cui le prime emissioni videro la luce e la difficoltà incontrata dalle imprese, nella seconda metà degli anni '70 del secolo scorso, nell'accesso al credito bancario in dipendenza dei *plafond* creditizi imposti dalle autorità monetarie".

La Banca d'Italia, avvertita tale lacuna, nella Circolare 8 febbraio 1979, rileva come, nelle precedenti disposizioni in materia di fido, non fosse stato considerato "il collocamento di disponibilità eccedentarie sia sotto forma di depositi interbancari sia attraverso la negoziazione di valori aventi un mercato secondario" (BELLACOSA A., *Le accettazioni bancarie*, p. 54n<sup>2</sup>, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*).

<sup>168</sup> Per cambiale tratta si intende l'ordine incondizionato, rivolto da un soggetto ad un altro, di pagare una somma determinata al portatore del titolo. Per la comparazione con il tipo del pagherò cambiario, si veda *supra* nota 29.

<sup>169</sup> Per la nozione di titolo all'ordine si veda *supra* nota 25.

dall'imprenditore-traente, il quale è obbligato verso la banca a fornire la provvista prima della scadenza del titolo, ricevendo però direttamente le somme di denaro dai giratari<sup>170</sup>.

La riconduzione dell'accettazione bancaria al *genus* cambiale tratta implica la *dicotomia* tra soggetto finanziato e soggetto obbligato cartolarmente<sup>171</sup>, a differenza di quanto avviene per la cambiale finanziaria, la quale costituisce una *species* del vaglia cambiario e dunque postula l'identità tra tali soggetti.

Rispetto all'ordinaria cambiale tratta, l'accettazione bancaria presenta la peculiarità di essere preordinata ad un'operazione di finanziamento<sup>172</sup>, anziché ad un mero credito commerciale. Analogamente a quanto osservato con riferimento alla cambiale finanziaria<sup>173</sup>, occorre chiarire se la diversità di funzione assoluta dall'accettazione bancaria rispetto alla cambiale tratta sia tale da determinare la riconduzione del titolo in esame ad un tipo a sé stante di cambiale speciale<sup>174</sup>.

---

<sup>170</sup> Tale nozione è elaborata sulla base di BELLACOSA A., *Le accettazioni bancarie*, pp. 54s, in FAUCEGLIA G. (a cura di), *op. cit.* e SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, pp. 247.

<sup>171</sup> Così MARTORANO F., *Banca, borsa tit. cred.*, 96, I, p. 131.

<sup>172</sup> I caratteri di tale operazione sono individuati in STAGNO D'ALCONTRES A., *op. cit.*, pp. 249ss; ivi si precisa che l'impianto strutturale dell'operazione è costituito dall'accordo di base (denominato *accordo di acquisto tratta*) stipulato dall'imprenditore che ha necessità di conseguire risorse ed un intermediario finanziario. Tale convenzione contempla i) l'assunzione da parte dell'impresa dell'obbligo di emettere le tratte, di ottenere l'accettazione della banca e di girare i titoli in favore dell'intermediario finanziario; ii) l'impegno dell'intermediario a corrispondere all'imprenditore l'importo complessivo per il quale le tratte sono state emesse, dedotti corrispettivo e provvigione.

Parallelamente, "l'imprenditore stipula una convenzione con una banca in forza della quale questa si obbliga ad accettare le tratte entro i limiti di un fido accordato nella forma tecnica dell'apertura di credito".

<sup>173</sup> Si veda *supra* Cap. I – Par. 2 *La natura giuridica dell'istituto*.

<sup>174</sup> La *vexata quaestio*, concernente la qualificazione dell'accettazione bancaria come cambiale tratta *tout court* oppure come autonoma *cambiale speciale*, è all'origine di un contrasto dottrinale tra PELLIZZI, sostenitore della specialità del titolo in parola e STAGNO D'ALCONTRES, il quale argomenta per la pacifica riconduzione dell'accettazione al *genus* tratta e per la conseguente integrale applicazione della relativa disciplina.

I termini di tale *querelle* si sostanziano nell'opinione di PELLIZZI (PELLIZZI G.L., *Le accettazioni bancarie, cit.*, pp. 993ss) secondo la quale la destinazione dell'accettazione bancaria ad una operazione d'investimento implica la formazione di un documento che *non sorge per rappresentare un rapporto ma, al contrario, il rapporto sorge perché si vuole far nascere un documento*. Di conseguenza, l'accettazione bancaria costituisce una cambiale d'investimento, del tutto svincolata da un rapporto sottostante, configurandosi come un titolo completamente diverso da altri strumenti cartolari aventi carattere commerciale, come le *bankers acceptances* statunitensi, la cui emissione è collegata ad operazioni di commercio internazionale (BELLACOSA A., *Le accettazioni bancarie*, p. 55 e n<sup>8</sup>, in FAUCEGLIA G. (a cura di), *op. cit.*; ASCARELLI F., *Operazioni atipiche di raccolta del risparmio*, Firenze, 1984, pp. 21ss).

PELLIZZI sostiene, altresì, che la riconduzione dell'istituto in esame alle *normali cambiali tratte* ne frustra gli aspetti peculiari e la *funzionalizzazione* al reperimento di risorse finanziarie.

Le connotazioni proprie delle accettazioni bancarie, rispetto alle comuni tratte, possono ricondursi a due categorie: i) *quelle che attengono alla qualità professionale dei soggetti cui si riferiscono le obbligazioni cambiarie* ii) *quelle relative al contenuto ed alle modalità di adempimento delle predette obbligazioni*<sup>175</sup>.

Per quanto afferisce al primo aspetto, la qualità di imprenditore del traente, la qualità di banchiere dell'accettante, la qualità di intermediario non bancario del primo giratario non sono elementi tali da provocare una distonia rispetto al modello tipico di cambiale tratta, in virtù della *neutralità* dello strumento cambiario, il quale è idoneo ad essere utilizzato in operazioni eterogenee e presenta connotati tipologici *insensibili* alla qualità professionale dei soggetti cui si riferisce.

Per quanto concerne la seconda categoria summenzionata, la previsione di un termine di pagamento inferiore ai dodici mesi risulta compatibile con il modello tipologico della cambiale, *“anzi, si può ben dire, che la scadenza ‘a breve’ è quella coerente con la funzione di strumento del credito commerciale che alla cambiale tratta è comunemente riconosciuta*<sup>176</sup>”.

Maggiori problemi si pongono a proposito della compatibilità con il *genus* cambiale tratta della clausola “senza garanzia”, mediante la quale le accettazioni bancarie sono girate. Tale clausola è consentita dall'art. 19 della legge cambiaria<sup>177</sup>, che prescrive la garanzia del girante come elemento naturale, ma non essenziale, della girata; tuttavia, l'art. 13, secondo comma, l.c. prevede, con riferimento alla cambiale tratta, che ogni clausola che esoneri il traente dalla responsabilità per il pagamento si ha per non scritta<sup>178</sup>.

Occorre dunque valutare l'efficacia della clausola menzionata e gli effetti negativi che

---

STAGNO D'ALCONTRES, invece, critica la ricostruzione secondo cui l'accettazione bancaria, considerata quale autonomo titolo d'investimento, sia destinata a formare oggetto di negoziazione come una *res*, in quanto dotata di valore intrinseco (STAGNO D'ALCONTRES A., *op. cit.*, pp. 265ss). Tale ultimo Autore ritiene che *“la multifunzionalità della cambiale, derivante dalla natura di titolo c.d. astratto, che gli è propria, esclude che l'atteggiarsi del rapporto cui si riconnette la negoziazione del titolo possa comportare modifiche alle regole dettate dalla legge cambiaria”*, in particolare non si determina in nessun caso il venir meno dell'obbligazione del traente nei confronti del portatore legittimato del titolo, *“così come sostenuto da chi afferma la ‘specialità’ delle accettazioni rispetto alle altre cambiali tratte”*.

<sup>175</sup> Tale ricostruzione è tratta da STAGNO D'ALCONTRES A., *op. cit.*, pp. 255ss.

<sup>176</sup> STAGNO D'ALCONTRES A., *op. cit.*, p. 257.

<sup>177</sup> -Il girante, se non vi sia clausola contraria, risponde dell'accettazione e del pagamento. -Egli può vietare una nuova girata; in questo caso non è responsabile verso coloro ai quali la cambiale sia stata ulteriormente girata.

Per quanto concerne l'apposizione di tale clausola alle cambiali finanziarie, si veda *supra* Cap. I - Par. 2.

<sup>178</sup> -Il traente risponde della accettazione e del pagamento. -Egli può esonerarsi dalla responsabilità per l'accettazione; ogni clausola con la quale si esoneri dalla responsabilità per il pagamento si ha per non scritta.



la sua esclusione possa comportare sulla funzione dell'accettazione bancaria quale strumento preordinato al finanziamento dell'impresa.

Da un lato, infatti, l'operatività di tale clausola nei confronti dell'intermediario finanziario primo giratario si configura come compatibile con la legislazione cartolare, in forza di un *pactum de non petendo* tale da escludere, con efficacia *inter partes*, l'esercizio dell'azione cambiaria<sup>179</sup>. D'altra parte, tuttavia, tale generico *pactum de non petendo* non può spiegare efficacia nei confronti di tutti i successivi giratari del titolo, non legati da alcun rapporto con l'imprenditore traente primo girante, con ciò configurando la potenziale escussione dell'imprenditore e vulnerando la finalità dell'accettazione bancaria quale strumento volto a sostituire la banca accettante all'imprenditore traente nei rapporti debitori con i successivi prenditori<sup>180</sup>.

L'ultimo elemento morfologicamente peculiare alle accettazioni bancarie rispetto all'istituto cambiabile tratta consiste nella necessaria indicazione dei proventi, in qualunque forma pattuiti, al fine di beneficiare della riduzione d'imposta prevista dall'art. 6, d.m. 20 agosto 1992, recante l'approvazione della tariffa dell'imposta di bollo<sup>181</sup>. Tale norma, al pari di quanto osservato con riferimento alle cambiali finanziarie, deve essere interpretata in combinato disposto con l'art. 5 della legge cambiaria, il quale esclude l'introduzione nel contesto del titolo di una clausola d'interessi qualora la cambiabile non sia pagabile a vista o a certo tempo vista<sup>182</sup>. L'interpretazione sistematica di tali norme porta a ritenere che *alla determinazione del provento, si debba procedere facendo riferimento ad una parte della somma portata dal titolo, indicandolo volta per volta all'atto del trasferimento e prescindendo, così, dall'esplicita*

---

<sup>179</sup> È quanto sostiene PELLIZZI, *op. ult. cit.*, p. 150. *Contra* milita STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, p. 260, il quale afferma che la posizione di PELLIZZI "sembra risolversi in un circolo vizioso, dal momento che fa derivare l'esclusione della garanzia cambiaria dal rapporto sottostante e l'esclusione della responsabilità extracambiaria dalla apposizione della clausola 'senza garanzia' sul titolo. (BELLACOSA A., *Le accettazioni bancarie*, p. 61n<sup>37</sup>, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*).

<sup>180</sup> BELLACOSA evidenzia come l'aggressione del traente sia circostanza di scarso rilievo pratico, *debitore esecutato risultando sempre la banca* (BELLACOSA A., *Le accettazioni bancarie*, p. 61, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*).

<sup>181</sup> Ivi, al numero 4 dell'art. 6, si statuisce che beneficiano della riduzione d'imposta le "cambiali accettate da aziende ed istituti di credito di cui al regio d.l. 13 marzo 1936, n. 375 e successive modificazioni ed integrazioni emesse da imprenditori di cui all'art. 2195 c.c. con indicazione dei proventi in qualunque forma pattuiti girabili con la clausola senza garanzia ed *aventi scadenza non superiore a 12 mesi, nonché cambiali finanziarie*: per ogni milione di lire o frazione di milione"[le espressioni indicate in corsivo sono state inserite nel decreto ministeriale a seguito dell'entrata in vigore della legge 43 del 1994].

<sup>182</sup> Per il testo dell'articolo 5 e la prospettazione del problema con riferimento alle cambiali finanziarie, si veda *supra* nota 66.

*indicazione di interessi*<sup>183</sup>

L'esame degli elementi peculiari all'accettazione bancaria induce a qualificare tale titolo come *species* del *genus* cambiale tratta - ancorché l'accettazione assolva una funzione finanziaria e non commerciale - con le relative conseguenze in termini di inquadramento e di disciplina applicabile.

Caratteristica saliente delle accettazioni bancarie, rispetto agli altri strumenti d'indebitamento per il finanziamento delle imprese, è costituita dal particolare grado di coinvolgimento della banca nell'operazione. Infatti, l'intervento bancario *qualifica a livello strutturale l'essenza stessa dell'operazione*<sup>184</sup>, la quale si fonda sull'impegno, prestato dall'ente creditizio, di accettare le cambiali tratte dall'imprenditore. Nelle altre figure, invece, il coinvolgimento della banca si limita alla prestazione di garanzie volte ad aumentare l'appetibilità dei titoli sul mercato<sup>185</sup>.

Proprio l'intensità dell'intervento bancario permette, unitamente ad altri connotati strutturali, di distinguere dalle accettazioni bancarie la polizza di credito commerciale. Con tale locuzione si indica una pluralità di atti negoziali distintamente documentati, uniti dalla preordinazione alla medesima operazione di finanziamento. I documenti che compongono la polizza sono i) la lettera di ricognizione di debito (art. 1988<sup>186</sup> c.c.), mediante la quale l'impresa debitrice riconosce l'esistenza e l'esatto ammontare del debito verso un'altra impresa, "senza alcuna menzione del titolo in base al quale il debitore si è obbligato nei confronti del creditore, ma con semplice riferimento ad accordi intercorsi"<sup>187</sup>; ii) la fideiussione bancaria, tramite cui un ente creditizio si costituisce fideiussore a garanzia del puntuale ed integrale pagamento, a prima richiesta e senza eccezioni; iii) la lettera (o le lettere) di cessione,

---

<sup>183</sup> Così BELLACOSA A., *Le accettazioni bancarie*, pp. 59s, in FAUCEGLIA G. (a cura di), *op. cit.* Per una diversa prospettazione del problema si consideri STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, p. 261, ove si afferma "o si ritiene che la indicazione del provento sull'accettazione bancaria, inefficace sotto il profilo civilistico, abbia rilevanza esclusivamente ai fini fiscali; ovvero si riconosce alla legge fiscale efficacia modificativa dell'art. 5, l.c., almeno limitatamente a questi titoli. Altra dottrina, con riferimento alle cambiali finanziarie, esclude l'applicabilità del divieto in ragione della funzionalizzazione del titolo al finanziamento d'impresa e dunque della necessità di remunerare l'investimento (RIGHINI E., *op. cit.*, p. 528).

<sup>184</sup> SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, pp. 247s

<sup>185</sup> MARTORANO F., *op. ult. cit.*, p. 132.

<sup>186</sup> Art. 1988. Promessa di pagamento e ricognizione di debito. - *La promessa di pagamento o la ricognizione di un debito dispensa colui a favore del quale è fatta dall'onere di provare il rapporto fondamentale. L'esistenza di questo si presume fino a prova contraria.*

<sup>187</sup> FAUCEGLIA G., *Le polizze di credito commerciale*, p. 83, in FAUCEGLIA G. (a cura di) *op. cit.*

attraverso cui viene ceduto *pro soluto* il credito menzionato nella polizza<sup>188</sup>.

La polizza di credito commerciale è funzionale al finanziamento dell'impresa; di conseguenza, onde conseguire il fine cui è destinato, tutto il *congegno negoziale*<sup>189</sup> è volto a separare il credito dei cessionari dal rapporto sottostante che intercede tra emittente e destinatario della polizza. Tale obiettivo è tuttavia ostacolato dalla natura giuridica della dichiarazione del debitore, la quale, a differenza delle *commercial papers* e delle accettazioni bancarie, non integra un titolo di credito autonomo dal rapporto fondamentale e non incorpora in sé alcun diritto<sup>190</sup>.

La dottrina civilistica ha rilevato che la polizza di credito commerciale configura un'*astrazione processuale*<sup>191</sup>, idonea come tale ad invertire l'onere delle prova ma non a conferire il connotato dell'astrattezza alla ricognizione di debito. Tale ricognizione, quale atto di volontà, implica che *"il promittente può sì neutralizzare la pretesa del promissario eccependo la mancanza del rapporto fondamentale, tuttavia, se non può o non vuole provarne la mancanza, egli è obbligato ex promissa"*<sup>192</sup>. Proprio al fine di agevolare la circolazione della polizza, è usualmente inserita nella ricognizione la rinuncia ad opporre al creditore ed ai suoi aventi causa eccezioni non risultanti dal tenore letterale del documento<sup>193</sup>.

Mette conto rilevare che in dottrina non vi è unanimità di consensi circa la

---

<sup>188</sup> SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 245, ivi si evidenzia come la polizza si componga di tre documenti, di cui due necessari (ricognizione del debito e fideiussione bancaria) ed uno eventuale (lettera/e di cessione).

<sup>189</sup> FAUCEGLIA G., *Le polizze di credito commerciale*, p. 87, in FAUCEGLIA G. (a cura di) *op. cit.*

<sup>190</sup> Stante l'impossibilità di ricondurre la polizza di credito commerciale al *genus* titolo di credito, nello strumento in esame non sono riscontrabili i connotati di *letteralità, astrattezza ed autonomia* che contraddistinguono i titoli di credito (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 245); per la nozione di tali connotati si veda *supra* Cap I - Par. 2).

<sup>191</sup> MARTORANO F., *op. ult. cit.*, p. 132.

<sup>192</sup> GALGANO F., *Il negozio giuridico*, in *Tr CM*, III, pp.201 citato in FAUCEGLIA G., *Le polizze di credito commerciale*, p. 88, in FAUCEGLIA G. (a cura di) *op. cit.*

<sup>193</sup> Così SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 245, ivi si sottolinea altresì come la rinuncia ad opporre eccezioni non menzionate sul documento è formulata *ispirandosi* all'art. 1993 c.c., il quale, nell'ambito della disciplina concernente i titoli di credito, statuisce che *-Il debitore può opporre al possessore del titolo soltanto le eccezioni a questo personali, le eccezioni di forma, quelle che sono fondate sul contenuto letterale del titolo, nonché quelle che dipendono da falsità della propria firma, da difetto di capacità o di rappresentanza al momento dell'emissione, o dalla mancanza delle condizioni necessarie per l'esercizio dell'azione. -Il debitore può opporre al possessore del titolo le eccezioni fondate sui rapporti personali con i precedenti possessori, soltanto se, nell'acquistare il titolo, il possessore ha agito intenzionalmente a danno del debitore medesimo.*

Occorre comunque rilevare che tale rinuncia non pone i creditori al riparo delle eccezioni opponibili in relazione al rapporto fondamentale.

qualificazione della polizza, da taluni ricondotta, sulla base dell'art. 2002<sup>194</sup> c.c. al modello dei documenti di legittimazione<sup>195</sup>, mentre altri la considerano un titolo improprio<sup>196</sup>. Un risalente decreto del tribunale di Napoli ha, peraltro, espressamente qualificato la polizza di credito commerciale come documento di legittimazione<sup>197</sup>.

La dottrina è tuttavia concorde nel rilevare che il trasferimento della polizza di credito commerciale integra una cessione del credito anziché una cessione del contratto<sup>198</sup>. Al fine di ridurre il rischio del cessionario e di agevolare la cessione, la polizza è assistita da fideiussione bancaria, in forza della quale l'ente creditizio si obbliga al pagamento a prima richiesta e senza eccezioni. Sulla base del ricorrere, nella polizza di credito commerciale, di clausole in virtù delle quali la garanzia continua a persistere nonostante l'opposizione del debitore principale e la pendenza di controversie sull'esistenza e sull'esigibilità del credito garantito, alcuni autori hanno ravvisato nell'intervento della banca un contratto autonomo di garanzia<sup>199</sup>.

---

<sup>194</sup> Art. 2002 Documenti di legittimazione e titoli impropri – *Le norme di questo titolo [Titolo V – Dei titoli di credito] non si applicano ai documenti che servono solo a identificare l'avente diritto alla prestazione, o a consentire il trasferimento del diritto senza l'osservanza delle forme proprie della cessione.*

<sup>195</sup> Su tale posizione CALVI C.L., *La disciplina dell'emissione e della circolazione delle commercial papers*, in *Corr. Giurr.*, 1988/3, p. 281. Occorre tuttavia osservare (FAUCEGLIA G., *Le polizze di credito commerciale*, p. 95, in FAUCEGLIA G. (a cura di) *op. cit.*) che “le polizze di credito commerciale non rispondono alle esigenze delle prestazioni ‘alla massa’, così come riconosciuto per i documenti di legittimazione, che ‘sono logicamente connessi ad un sistema di contrattazione che rende estremamente arduo il ricorso ai normali mezzi di dimostrazione della qualità del creditore e che pertanto costituisce la giustificazione della deroga al principio del libero apprezzamento della prova’ (MARTORANO F., *I titoli di credito*, Milano, 1994, p. 215)”.

<sup>196</sup> *Ex multis*, D'ANGELO A., *Polizze di credito commerciale*, in *Contratto e impresa*, 1994, pp.970ss. *Contra* FAUCEGLIA G., *Le polizze di credito commerciale*, p. 93, in FAUCEGLIA G. (a cura di) *op. cit.*, ove si afferma che “non può ritenersi che l'assenso preventivamente manifestato dall'emittente in ordine al trasferimento del credito *ex promissa* possa di per sé comportare l'elisione dell'intera disciplina sulla cessione. Ed ancora, non può dirsi che la polizza in sé costituisca documento necessario e sufficiente per l'esercizio del diritto, così che il possessore del documento non avrebbe altro onere che di presentarlo, ed il debitore è liberato se paga in buona fede al possessore (giratario) del documento” (FAUCEGLIA G., *Le polizze di credito commerciale*, p. 93, in FAUCEGLIA G. (a cura di) *op. cit.*).

<sup>197</sup> Trib. Napoli, 17 maggio 1994 (decr.), Banca di Roma Holding Italia s.p.a., in Banca, Borsa tit. cred., 1995, II, p. 360. Nel decreto si afferma: “il riferimento contenuto nel primo periodo [della polizza in oggetto] all'art. 1988c.c., se posto in relazione con le dichiarazioni successive, rende evidente che al documento in esame non può riconoscersi la natura di titolo di credito, trattandosi invece di un atto ricognitivo destinato ad agevolare la cessione del diritto in esso menzionato (...) Il documento in esame non può pertanto essere ricondotto alla categoria dei titoli di credito, potendo piuttosto essere qualificato come un documento di legittimazione, cui risulta inapplicabile la disciplina dell'art. 1992”.

<sup>198</sup> *Ex multis*, SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 246.

<sup>199</sup> ATTI A., *Commercial paper*, in *Contratto e impresa*, 1988, p. 631 citato da SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 246.

Infine, mette conto osservare gli elementi che differenziano la polizza di credito commerciale dalla cambiale finanziaria, enucleati da PELLIZZI<sup>200</sup>. Tali elementi sono la *durata*, giacché la polizza è impiegata per la raccolta a brevissimo termine, tra i sette giorni ed i tre mesi, mentre la cambiale ha durata compresa tra uno e trentasei mesi *ex art. 1, primo comma, l. 43/1994*; l'*infungibilità* delle polizze, mentre le cambiali sono emesse in serie sulla base del medesimo articolo; la *forma libera*, dovendo invece le cambiali finanziarie presentare i requisiti di cui all'art. 100 l.c. e recare l'indicazione della denominazione e dei proventi<sup>201</sup>; l'*assenza di impedimenti di carattere soggettivo alla loro emissione*, le cambiali finanziarie, al contrario, possono essere emesse esclusivamente da società di capitali con la prevista ulteriore distinzione tra società aventi azioni quotate e non<sup>202</sup>; la mancata previsione normativa del taglio minimo dei singoli titoli, stabilito invece per le cambiali finanziarie in 51.654,69 €<sup>203</sup>.

Occorre, infine, considerare i certificati di investimento, introdotti dalla deliberazione 3 marzo 1994 del Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio, in attuazione dell'articolo 11 del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Tale deliberazione limitava la raccolta non bancaria del risparmio tra il pubblico, tramite valori mobiliari<sup>204</sup> diversi dalle obbligazioni, alle cambiali finanziarie ed a titoli, anche al portatore<sup>205</sup>, denominati "certificati di investimento", la definizione delle cui caratteristiche era demandata alla Banca d'Italia ed al Ministro del Tesoro.

Il decreto ministeriale 7 ottobre 1994 statuisce, *ex art. 1*, che i certificati d'investimento hanno durata superiore ad un anno, sono emessi con taglio minimo unitario di 100 milioni di lire e se offerti in serie sono tra loro fungibili, avendo uguali caratteristiche di durata, rendimento, di valute di denominazione e, se a tasso variabile, di indicizzazione.

---

<sup>200</sup> SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 247, di cui si riporta l'elencazione.

<sup>201</sup> *Ex art. 1, comma 2, l. 43/1994.*

<sup>202</sup> *Ex art. 1, comma 2 bis, l. 43/1994.* Si veda per il commento *supra* il quarto paragrafo di questo capitolo.

<sup>203</sup> Si veda *supra* nota 81.

<sup>204</sup> Per la nozione di valore mobiliare si veda *supra* Cap. I - Par. *La cambiale finanziaria quale valore mobiliare.*

<sup>205</sup> Per la nozione di titolo al portatore si veda *supra* nota 25. La possibilità di emettere certificati d'investimento al portatore ha indotto GIRINO E., *Nascono (o muoiono) i commercial paper, in I contratti*, 1994, p. 327 a sospettare di illegittimità l'intervento delle autorità creditizie, per violazione della normativa primaria, in particolare dell'art. 2004 c.c. che statuisce: *-Il titolo di credito contenente l'obbligazione di pagare una somma di danaro non può essere emesso al portatore se non nei casi stabiliti dalla legge.* (la paventata illegittimità dell'atto amministrativo è riferita in SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 250).

I certificati di investimento si configurano, quindi, come *titoli gemelli*<sup>206</sup> rispetto alle cambiali finanziarie, dalle quali si differenziano tuttavia per avere maggiore durata e per poter non essere emessi in serie<sup>207</sup>.

In conclusione, si qualificano come certificati d'investimento i titoli, *emessi anche al portatore, che rappresentano un indebitamento a medio-lungo termine di un'impresa, in relazione ad un'operazione collettiva di finanziamento*<sup>208</sup>.

---

<sup>206</sup> FAUCEGLIA G , *I certificati di investimento*, p. 175, in FAUCEGLIA G.(a cura di) *op. cit.*

<sup>207</sup> Si pone in tal caso la questione della compatibilità di tali titoli con la disciplina contenuta nel teso unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, approvato con d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

<sup>208</sup> FAUCEGLIA G , *I certificati di investimento*, p. 177, in FAUCEGLIA G.(a cura di) *op. cit.*

## CAPITOLO SECONDO

# LA DISCIPLINA ANTE RIFORMA

### 1. – IL QUADRO NORMATIVO

La legge 13 gennaio 1994, n. 43 non esaurisce la disciplina delle cambiali finanziarie<sup>1</sup>, la quale è integrata da interventi normativi di rango secondario emanati dalle Autorità di settore. Tali interventi compongono un *corpus* normativo<sup>2</sup>, la cui ricostruzione sistematica si rende necessaria al fine di inquadrare l'istituto cambiale finanziaria.

Il primo tassello del *corpus* normativo in esame è costituito dalla deliberazione 3 marzo 1994, adottata dal Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio allo scopo di disciplinare la raccolta non bancaria del risparmio tra il pubblico, in attuazione dell'art. 11<sup>3</sup> d.lgs. 385/1993. La deliberazione Cicr 3 marzo 1994 determina il novero delle imprese abilitate a reperire fondi presso il pubblico<sup>4</sup> ed enumera gli strumenti d'indebitamento mediante i quali tale raccolta può essere effettuata, ponendosi pertanto *"al vertice di un articolato tessuto di disposizioni regolamentari, cui viene rimessa la determinazione dei canoni marcanti delle cambiali finanziarie"*<sup>5</sup>.

La deliberazione Cicr 3 marzo 1994 statuisce che la raccolta del risparmio tra il pubblico da parte di soggetti diversi dalle banche, tramite acquisizione di fondi con obbligo

---

<sup>1</sup> La dottrina, sin dall'introduzione della l. 43/1994, ha posto l'accento sul carattere asistemico dell'intervento legislativo; a tal proposito SPADA, in sede di primo commento sul nuovo istituto, si riferiva alla "leggina" sulle cambiali finanziarie (SPADA P., *Dai titoli cambiari ai valori mobiliari (suggerimenti della "leggina" sulle cambiali finanziarie)*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1995, p. 500). Si veda *supra* Capitolo Primo – Par. 1. *La raccolta non bancaria del risparmio* ed ivi nota 14.

<sup>2</sup> Autorevole dottrina qualifica tale *corpus* come un vero e proprio *microsistema* normativo, incentrato sull'art. 11 del d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 137, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*). Si veda *supra* Cap. I – Par. 1. *La raccolta non bancaria del risparmio* nota 15.

<sup>3</sup> Tale norma originariamente demandava al Cicr l'individuazione dei limiti entro i quali *le società e gli enti con titoli negoziati in un mercato regolamentato* potessero raccogliere risparmio tra il pubblico ed attribuiva al medesimo Comitato, su proposta della Banca d'Italia sentita la Consob, la determinazione delle caratteristiche, anche di durata e di taglio, dei titoli rivolti alla raccolta presso il pubblico. Si veda *supra* Cap. I – Par. 3. *I soggetti interessati all'emissione e alla circolazione delle cambiali finanziarie* ed ivi nota 93.

<sup>4</sup> Per l'individuazione delle quali si rimanda *infra* Cap. II – Par. 3. *Profili soggettivi e requisiti per l'emissione*.

<sup>5</sup> CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 138, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*

di rimborso, è consentita mediante obbligazioni, cambiali finanziarie e certificati d'investimento<sup>6</sup>, secondo modalità ed entro limiti differenziati per categorie di soggetti.

La deliberazione in parola provvede, inoltre, a disciplinare due forme di acquisizione di fondi con obbligo di restituzione che non implicano appello al pubblico risparmio: la raccolta presso soci e la raccolta nell'ambito di gruppi di imprese<sup>7</sup>. L'art. 2 della deliberazione richiede che la prima forma di raccolta sia rivolta a soggetti iscritti nel libro dei soci da almeno tre mesi e che detengano una partecipazione di almeno il 2 % del capitale sociale risultante dall'ultimo bilancio approvato; tale facoltà deve, altresì, essere prevista dallo statuto. Per quanto concerne la raccolta nell'ambito di gruppi di imprese, la delibera dispone che "è libera la raccolta effettuata presso società controllanti, controllate o collegate ai sensi

---

<sup>6</sup> Si pone, a tal proposito, la questione della sopravvivenza di strumenti d'indebitamento diversi dai titoli enumerati nella deliberazione, quali le polizze di credito commerciale e le accettazioni bancarie.

Taluna dottrina (MASI P., *op. cit.*, p. 584; ANELLO P. - RIZZINI BISINELLI S., *Nascono (o muoiono) i commercial papers*, in *Società*, 1994, p. 212), con riferimento alle polizze di credito commerciale, argomenta per la loro permanenza nell'ordinamento poiché "nella norma [l. 43/1994] non compare un espresso divieto di tradurre un debito in un documento e di farlo circolare attraverso una lettera di cessione, attribuendo così a quel documento natura e valore di titolo improprio" (SEGRETO A - CARRATO A., *op. cit.*, pp. 706s).

Occorre, tuttavia, considerare la compatibilità di tali titoli, astrattamente idonei a raccogliere risparmio tra il pubblico, con la disciplina predisposta a tutela dei risparmiatori. Sarebbe, pertanto, tuttora possibile emettere titoli non menzionati nella delibera Cicr, a condizione che non siano rivolti al pubblico. Tale condizione risulta generalmente soddisfatta con riferimento ad accettazioni bancarie e polizze di credito commerciale, le quali, in ragione dell'elevato ammontare del taglio minimo sottoscrivibile, "qualificano così fortemente il possibile mercato degli acquirenti che viene a realizzarsi una sorta di naturale individuazione dei cessionari delle polizze" (CAPRIGLIONE F., *Quaderni di ricerca giuridica* della Banca d'Italia, n. 20, 1988, p. 27 citato in SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 246).

D'altra parte, la valutazione della compatibilità dei titoli citati con la disciplina approntata a tutela dei risparmiatori deve essere condotta alla stregua dell'operazione di finanziamento posta in essere dall'emittente, si nota infatti come "residui uno spazio di operatività per le polizze di credito commerciale, laddove l'emittente non intenda perseguire la strada di un 'lancio' di finanziamento con titoli in serie rivolti a risparmiatori indifferenziati" (FAUCEGLIA G., *Le polizze di credito commerciale*, p. 102, in FAUCEGLIA G.(a cura di) *op. cit.*).

Per quanto concerne le accettazioni bancarie, BELLACOSA (BELLACOSA A., *Le accettazioni bancarie*, pp. 78s, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*) evidenzia come in tali titoli sia astrattamente presente l'appello al pubblico ma, in virtù del necessario intervento bancario che qualifica strutturalmente l'operazione, non siano invece presenti le esigenze di controllo e di tutela che hanno indotto a tipizzare altri strumenti d'indebitamento, nella specie obbligazioni, cambiali finanziarie e certificati d'investimento.

<sup>7</sup> La fonte legislativa di tale disciplina si rinviene nell'art. 11, comma terzo, Tub, ove si attribuisce al Cicr il potere di stabilire limiti e criteri, anche con riguardo all'attività ed alla forma giuridica dei soggetti, in base ai quali talune tipologie di acquisizione di fondi con obbligo di rimborso non costituiscono raccolta di risparmio tra il pubblico.



dell'art. 2359 del codice civile e presso controllate da una stessa controllante, e comunque quella effettuata all'interno di un medesimo gruppo".

Con riferimento alla raccolta non bancaria del risparmio tra il pubblico, il Cicer demanda alla Banca d'Italia, sentita la Consob, il compito di proporre al Ministro del tesoro le caratteristiche, anche di durata e di taglio, delle cambiali finanziarie e dei certificati d'investimento<sup>8</sup>. In conseguenza, il decreto ministeriale 7 ottobre 1994 stabilisce i connotati strutturali dei titoli in parola<sup>9</sup> in conformità a quanto statuito dalla legge 43/1994 e ne dispone, altresì, l'assoggettamento alle norme sulla trasparenza delle condizioni contrattuali<sup>10</sup>.

Il Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio affida, inoltre, alla Banca d'Italia il compito di emanare le istruzioni applicative sulle materie regolamentate dalla delibera Cicer 3 marzo 1994. La Banca d'Italia predispone, attraverso le Istruzioni di vigilanza 28 giugno 1995, la disciplina attuativa concernente la *raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, ordinando sistematicamente le norme introdotte dai numerosi provvedimenti regolamentari intervenuti in materia<sup>11</sup>. Le Istruzioni di vigilanza esplicitano le qualifiche soggettive che gli emittenti cambiali finanziarie devono rivestire<sup>12</sup> e forniscono il quadro

---

<sup>8</sup> Mette conto rilevare che la scelta, operata dalla deliberazione Cicer 3 marzo 1994, di prevedere un intervento del Ministro del tesoro (attualmente Ministro dell'economia e delle finanze), in materia di strumenti d'indebitamento per il finanziamento delle imprese, non è stata confermata dalla normativa successiva. La deliberazione Cicer 19 luglio 2005, sostitutiva di quella qui in commento, ha revocato il decreto ministeriale 7 ottobre 1994 ed ha demandato alla sola Banca d'Italia il compito di emanare le istruzioni applicative della delibera medesima (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 262).

<sup>9</sup> Per quanto afferisce agli elementi strutturali delle cambiali finanziarie, si veda *supra* Cap. I - par. 2. *La natura giuridica dell'istituto cambiale finanziaria* ed *infra* il secondo paragrafo di questo capitolo. Con riferimento ai certificati d'investimento, si veda *supra* Cap. I - Par. 5. *Relazioni tra cambiale finanziaria e altri strumenti di debito per il finanziamento delle società; profili comparatistici*.

<sup>10</sup> Decreto del Ministro del tesoro 7 ottobre 1994 - art. 2 (*trasparenza delle operazioni di raccolta di risparmio tra il pubblico e presso soci*): Ai soggetti che effettuano la raccolta di risparmio tra il pubblico e presso soci - ai sensi dell'art. 11, comma 4, lettere c), d), e), e comma 3, lettera a), del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 e della delibera del comitato interministeriale per il credito ed il risparmio 3 marzo 1994 - si applicano le norme sulla trasparenza delle condizioni contrattuali previste dal titolo VI, capo I, del medesimo decreto.

<sup>11</sup> Riveste portata sistematica e rilevanza ermeneutica quanto affermato nella Premessa delle Istruzioni di vigilanza, ove si afferma: "L'intervento del Comitato [Cicer] persegue il duplice obiettivo di prevenire fenomeni di abusivismo bancario e di promuovere la nascita di nuovi canali di accesso al risparmio per le imprese, nel rispetto dell'esigenza primaria di prevedere adeguate cautele in favore dei risparmiatori".

<sup>12</sup> Per l'analisi di tali caratteristiche si veda *supra* Cap. I - Par. 3. *I soggetti interessati all'emissione e alla circolazione delle cambiali finanziarie* ed *infra* il terzo paragrafo di questo capitolo.

unitario dei connotati caratterizzanti tali titoli, individuando altresì le disposizioni di carattere generale e le fonti normative<sup>13</sup> che presiedono all'intera materia della raccolta non bancaria del pubblico risparmio.

La riforma del diritto societario, recata dal d.lgs. 17 gennaio 2003, n.6, ha reso necessario modificare il *microsistema normativo*<sup>14</sup> concernente il finanziamento non bancario delle società, al fine di *delineare una disciplina unitaria ed organica della raccolta del risparmio consentita ai soggetti diversi dalle banche e di prevedere, in tale ambito, adeguate cautele in favore dei risparmiatori*<sup>15</sup>. Di conseguenza, il Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio ha provveduto a revocare, attraverso la deliberazione n. 1058 del 19 luglio 2005, la precedente delibera 2 marzo 1994<sup>16</sup> ed il decreto ministeriale 7 ottobre 1994, dettando altresì le disposizioni attuative in ottemperanza al nuovo quadro normativo.

La deliberazione 19 luglio 2005 ha elaborato, sulla base delle deroghe introdotte dalla riforma<sup>17</sup> al divieto di raccolta non bancaria del risparmio presso il pubblico, la nozione di

---

<sup>13</sup> Tali fonti normative sono rinvenute nell'art. 11 d.lgs. 385/1993, ove si riserva in via generale la raccolta del risparmio tra il pubblico alle banche, salvo prevedere le deroghe al divieto e ad individuare le fattispecie che non costituiscono raccolta tra il pubblico; l'art. 115, secondo comma, del medesimo decreto, giusta il quale il Ministro del tesoro (attualmente Ministro dell'economia e delle finanze) può individuare, in considerazione dell'attività svolta, altri soggetti da sottoporre alle norme sulla trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti; l'art. 177, comma 8 Tub, il quale riconosce alla Banca d'Italia il potere di prescrivere che determinati contratti o titoli, individuati attraverso una particolare denominazione o sulla base di specifici criteri qualificativi, abbiano un contenuto tipico determinato; artt. 130 e 131 Tub che assoggettano a sanzione penale l'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico effettuata in violazione dell'art. 11 summenzionato; la legge 13 gennaio 1994, n. 43 che ha introdotto l'istituto cambiale finanziaria nell'ordinamento italiano; la normativa secondaria di attuazione: delibera Cicr 3 marzo 1994, d.m. 7 ottobre 1994 e d.m. 29 marzo 1995, disciplinante la raccolta del risparmio presso i dipendenti.

<sup>14</sup> CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 137, in FAUCEGLIA G. (a cura di), *op. cit.*

<sup>15</sup> In tali termini si esprime la premessa alla deliberazione Cicr 19 luglio 2005.

<sup>16</sup> L'art. 11, deliberazione 19 luglio 2005, ha peraltro escluso dalla revoca l'art. 5, comma primo, della precedente delibera, determinando il permanere nell'ordinamento della preclusione temporanea ad emettere cambiali finanziarie stabilite a carico delle banche.

<sup>17</sup> L'art. 9.2 del d.lgs. 2003, n. 6 ha modificato l'art. 11 del testo unico bancario, statuendo che il divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico non si applica *alle società, per la raccolta effettuata ai sensi del codice civile mediante obbligazioni, titoli di debito o altri strumenti finanziari* (art. 11, comma 4, lett c). Tale novella ha implicato, secondo autorevole dottrina, la *detipizzazione* delle forme tecniche di raccolta del risparmio (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 262). Si veda *supra* Cap. I - Par. 3. *I soggetti interessati all'emissione e alla circolazione delle cambiali finanziarie.*

Occorre rilevare che la delibera 19 luglio 2005, nel disciplinare le deroghe, ribadisce la regola generale secondo cui *la raccolta del risparmio tra il pubblico è vietata ai soggetti diversi dalle banche, fatto salvo quanto previsto dall'art. 11 del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia e, con riguardo all'emissione di strumenti finanziari, dalla presente delibera* (art. 2, comma 1).

*strumento finanziario di raccolta* (art. 3), comprendente le obbligazioni, i titoli di debito e gli altri strumenti finanziari che, comunque denominati e a prescindere dall'eventuale attribuzione di diritti amministrativi, contengono un obbligo di rimborso qualificabile come raccolta del risparmio<sup>18</sup>.

La delibera in esame, al fine di stabilire i limiti all'emissione di strumenti finanziari di raccolta, utilizza la tecnica del rinvio formale alla disciplina concernente le obbligazioni<sup>19</sup>, statuendo che l'importo complessivo delle emissioni di tali titoli è disciplinato dalla normativa codicistica relativa alle società di capitale<sup>20</sup>.

In attuazione del dettato legislativo, la deliberazione 19 luglio 2005 statuisce altresì che tutti gli strumenti finanziari di raccolta, ad eccezione delle obbligazioni e dei titoli destinati alla quotazione in mercati regolamentati emessi da società con azioni quotate in mercati regolamentati, siano emessi con taglio minimo unitario non inferiore a 50 mila euro<sup>21</sup>. La delibera richiede, nell'individuare le caratteristiche marcanti tali strumenti finanziari, che

---

La delibera in parola, in attuazione dell'art. 11 Tub novellato, statuisce inoltre che *non costituisce raccolta del risparmio tra il pubblico quella effettuata: in connessione all'emissione di moneta elettronica; presso soci, dipendenti o società del gruppo secondo le disposizioni della presente delibera; sulla base di trattative personalizzate con singoli soggetti, mediante contratti dai quali risulti la natura di finanziamento* (art. 2, comma 2).

<sup>18</sup> La nozione di tale raccolta, sulla base del nuovo quadro normativo, è fornita dall'art. 1 della delibera Cicr 19 luglio 2005, giusta il quale: *1. È raccolta del risparmio l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma. 2. I tempi e l'entità del rimborso possono essere condizionati da clausole di postergazione o dipendere da parametri oggettivi, compresi quelli rapportati all'andamento economico dell'impresa o dell'affare in relazione ai quali i fondi sono stati acquisiti. 3. L'obbligo di rimborso, anche se escluso o non esplicitamente previsto, si considera sussistente nei casi in cui esso sia desumibile dalle caratteristiche dei flussi finanziari connessi con l'operazione. 4. Non costituisce rimborso la partecipazione a una quota degli utili netti o del patrimonio netto risultante dalla liquidazione dei beni dell'impresa o relativi all'affare in relazione ai quali i fondi sono stati acquisiti.*

<sup>19</sup> La *ratio* del rinvio è resa esplicita dalla Banca d'Italia nelle Istruzioni di vigilanza 21 marzo 2007, ove si afferma che "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".

<sup>20</sup> Tali limiti sono stabiliti dall'art. 4 della delibera in esame, a norma del quale: *1. L'importo complessivo delle emissioni di strumenti finanziari di raccolta di cui all'art. 3, effettuate da società per azioni e in accomandita per azioni e da società cooperative, comprese quelle indicate al comma 2, non deve eccedere il limite previsto dall'art. 2412, primo comma, del codice civile; alle suddette emissioni si applicano le deroghe previste dallo stesso articolo del codice civile. 2. Le società a responsabilità limitata e le società cooperative cui si applicano le norme sulla società a responsabilità limitata emettono strumenti finanziari di raccolta nel rispetto di quanto previsto, rispettivamente, dagli articoli 2483 e 2526 del codice civile.*

<sup>21</sup> Art. 5. (Caratteristiche degli strumenti finanziari di raccolta) - *1. Gli strumenti finanziari di raccolta di cui all'art. 3, diversi dalle obbligazioni, con esclusione di quelli destinati alla quotazione in mercati regolamentati emessi da società con azioni quotate in mercati regolamentati, sono emessi con un taglio minimo unitario non inferiore a euro 50.000. 2. L'identità del garante e l'ammontare della garanzia devono essere indicati sugli strumenti finanziari di raccolta di cui all'art. 3 e sui registri a essi relativi.*

l'identità del garante e l'ammontare della garanzia siano indicati sui titoli e sui registri a essi relativi.

La delibera in esame demanda, inoltre, alla Banca d'Italia il compito di emanare le istruzioni applicative relative alle materie da essa regolamentate<sup>22</sup>. Di conseguenza, la Banca d'Italia ha provveduto, attraverso il 12° aggiornamento alla Circolare n. 229 del 21 aprile 1999, a dettare le Istruzioni di vigilanza per le banche 21 marzo 2007<sup>23</sup>. Tali Istruzioni di vigilanza, a differenza delle precedenti adottate in data 28 giugno 1995, non individuano i requisiti soggettivi necessari per emettere gli strumenti finanziari di raccolta, bensì statuiscano esclusivamente che le nuove norme si applicano ai soggetti residenti in Italia e, in quanto compatibili, ai soggetti non residenti per l'attività di raccolta effettuata in Italia<sup>24</sup>.

Le Istruzioni di vigilanza 21 marzo 2007, nel delineare le caratteristiche degli strumenti finanziari di raccolta, stabiliscono che per tali titoli, ad eccezione delle cambiali finanziarie, non è fissata una durata minima, fermo restando il divieto per i soggetti non bancari di effettuare la raccolta di fondi a vista.

Si prescrive altresì, evidenziando che le Istruzioni di Vigilanza perseguono anche finalità antielusive del principio di riserva dell'attività bancaria a favore delle banche<sup>25</sup>, che *la denominazione degli strumenti finanziari non deve contenere indicazioni tali da ingenerare confusione tra gli stessi e i titoli di raccolta bancari (certificati di deposito, buoni fruttiferi)*<sup>26</sup>.

---

<sup>22</sup> Art. 10. (Disposizioni transitorie) - 1. *La Banca d'Italia emana istruzioni applicative della presente delibera, avendo riguardo, in particolare, alla tutela delle riserve di attività di raccolta del risparmio tra il pubblico e di attività bancaria.* 2. *Le disposizioni della presente delibera entrano in vigore decorsi quindici giorni dalla data di pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana delle istruzioni applicative della Banca d'Italia.*

<sup>23</sup> È opportuno menzionare quanto viene affermato nella Premessa delle Istruzioni di Vigilanza, ove si nota che "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 antielusive delle regole a tutela delle riserve di attività delle banche, presidiate da sanzioni penali".

<sup>24</sup> Tuttavia le istruzioni di Vigilanza, nel rinviare al 'Quadro riepilogativo delle possibilità di raccolta mediante strumenti finanziari', confermano la distinzione tra *società ed enti "quotati"* e *società ed enti non "quotati"*, già rinvenibile nella normativa d'attuazione risalente al 1994 (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, pp. 264s). Si veda altresì Cap. I - Par. 3 nota 105.

<sup>25</sup> Tale norma di carattere generale è posta dall'art. 10 testo unico bancario, in virtù del quale: 1. *La raccolta di risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito costituiscono l'attività bancaria. Essa ha carattere d'impresa.* 2. *L'esercizio dell'attività bancaria è riservato alle banche.* 3. *Le banche esercitano, oltre all'attività bancaria, ogni altra attività finanziaria, secondo la disciplina propria di ciascuna, nonché attività connesse o strumentali. Sono salve le riserve di attività previste dalla legge.*

<sup>26</sup> L'art. 2 (Caratteristiche degli strumenti finanziari di raccolta), nell'ambito della Sez. IV (Raccolta mediante emissione di strumenti finanziari) delle Istruzioni di vigilanza in parola, dispone: *Gli strumenti di raccolta diversi dalle obbligazioni hanno un taglio minimo unitario non inferiore a euro 50.000*

## 2. – CONNOTATI DEL TITOLO

L'art. 1 della l. 43/1994, oltre che sancire l'equiparazione per ogni effetto di legge delle cambiali finanziarie alle cambiali ordinarie<sup>27</sup>, individua il contenuto documentale del titolo attraverso il rinvio formale all'art. 100 della legge cambiaria, prescrivendo che la cambiale finanziaria contenga tutti gli elementi propri del vaglia cambiario ivi indicati.

Secondo l'art. 100 l.c., il vaglia cambiario contiene:

1) *la denominazione del titolo inserita nel contesto ed espressa nella lingua in cui esso è redatto*; per quanto concerne tale requisito, giurisprudenza e dottrina ritengono unanimemente che la denominazione di cambiale non possa "essere sostituita da altri elementi i quali facciano ritenere che l'emittente o il prenditore abbiano inteso considerare l'emissione come cambiaria"<sup>28</sup>. In dottrina si ritiene, inoltre, che l'apposizione della denominazione al di fuori del contesto del titolo, ad esempio in calce o a margine, implichi la perdita di efficacia cambiaria del titolo medesimo<sup>29</sup>.

2) *la promessa incondizionata di pagare una somma determinata*; qualora tale promessa sia subordinata ad una condizione, l'intero titolo cambiario ne risulta inficiato<sup>30</sup>. In virtù del principio di letteralità<sup>31</sup>, l'importo può avere per oggetto soltanto una somma determinata e risultante dal titolo, non essendo compatibile con la forma cambiaria la mera determinabilità con rinvio a fatti o rapporti extracartolari<sup>32</sup>. La somma deve essere espressa in moneta avente corso legale, indifferentemente nazionale od estera (art. 47 l.c.); inoltre, allorché vi sia

---

(1). *Tale limite non si applica agli strumenti finanziari destinati alla quotazione in mercati regolamentati, emessi da società con azioni quotate in mercati regolamentati. - Non è fissata una durata minima per gli strumenti finanziari di raccolta, ad eccezione delle cambiali finanziarie (cfr. par. 3) e fermo restando il divieto per i soggetti non bancari di effettuare la raccolta di fondi a vista. La denominazione degli strumenti finanziari non deve contenere indicazioni tali da ingenerare confusione tra gli stessi e i titoli di raccolta bancari (certificati di deposito, buoni fruttiferi). - Sugli strumenti finanziari di raccolta e sui relativi registri deve essere indicata l'identità dell'eventuale garante e l'ammontare della garanzia. Tale indicazione assume rilievo, in particolare, ai fini di quanto previsto in materia di garanzie dagli articoli 2412 e 2483 del codice civile.*

<sup>27</sup> Riguardo tale norma e la differenza tra la nozione di equiparazione e quella di identità, si rinvia *supra* Cap. I – Par. 2 *La natura giuridica dell'istituto*.

<sup>28</sup> SEGRETO A. – CARRATO A., *op. cit.*, p. 121.

<sup>29</sup> PAVONE LA ROSA A., *La cambiale, in Tratt. Cicu – Messineo*, Milano, 1994, p. 78.

<sup>30</sup> PAVONE LA ROSA A., *op. cit.*, p. 79.

<sup>31</sup> Per la nozione del quale si veda *supra* Cap. I – Par. 2.

<sup>32</sup> Di conseguenza, non si applica il principio di determinabilità di cui all'art. 1346 c.c., giusta il quale *L'oggetto del contratto deve essere possibile, lecito, determinato o determinabile* (MARTORANO F., *In tema di promessa di interessi nella cambiale ed il cd. sconto finanziario*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 1962, II, 427.

discordanza tra la somma scritta in lettere e quella indicata in cifre, l'art. 6, comma primo, l.c. statuisce la prevalenza della somma scritta in lettere.

3) *l'indicazione della scadenza*; sulla base della disciplina cambiaria generale, la menzione della scadenza<sup>33</sup> non può considerarsi quale elemento indefettibile del titolo, poiché *il vaglia cambiario senza indicazione di scadenza si considera pagabile a vista* (art. 101, secondo comma, l.c.), configurandosi quindi una presunzione legale *iuris et de iure* di cambiale a vista<sup>34</sup>. Tuttavia le cambiali finanziarie, in qualità di strumenti finanziari di raccolta del risparmio<sup>35</sup> presso il pubblico, soggiacciono alla previsione dettata dall'art. 11, comma 5, Tub, secondo il quale *sono comunque precluse la raccolta di fondi a vista ed ogni forma di raccolta collegata all'emissione od alla gestione di mezzi di pagamento a spendibilità generalizzata*. Di conseguenza, l'indicazione di una scadenza fissa, non inferiore ad un mese e non superiore a trentasei mesi dalla data di emissione<sup>36</sup>, risulta requisito necessario della cambiale finanziaria, fuorché si acceda all'opinione, prospettata da autorevole dottrina, che la scadenza *a vista* o *a certo tempo vista* sia apponibile qualora l'emissione non sia destinata al pubblico, restando ferma la non presentabilità della cambiale prima di un mese dalla data di emissione<sup>37</sup>.

4) *l'indicazione del luogo di pagamento*; la rilevanza di tale requisito si spiega in virtù della considerazione secondo cui "a differenza di tutte le altre obbligazioni pecuniarie, quella cambiaria è esigibile al domicilio del debitore o in luogo da lui indicato; ovviamente deve trattarsi di luogo effettivamente esistente<sup>38</sup>". Tuttavia, la legge cambiaria stabilisce, analogamente a quanto osservato in merito alla scadenza del vaglia cambiario, una presunzione *iuris et de iure*, in virtù della quale *in mancanza d'indicazione speciale, il luogo di*

---

<sup>33</sup> SEGRETO A. - CARRATO A., *op. cit.*, p. 132 specificano che la scadenza deve essere *certa*, ossia non sottoposta a condizione; *unica*, in quanto non sono configurabili pagamenti rateali; deve essere *possibile*, cioè corrispondere ad un giorno realmente esistente. Qualora indicata, la scadenza deve essere, a pena di nullità, una di quelle tassativamente indicate dall'art. 38 l.c. (*a vista, a certo tempo vista, a certo tempo data, a giorno fisso*).

<sup>34</sup> Così si esprime la Cassazione 22 ottobre 1979, n. 5482, in *Rep. Giust. Civ.*, 1979.

<sup>35</sup> Così vengono qualificate dall'art. 3 della delibera Cicr 19 luglio 2005, per la quale si veda *supra* pp. 4ss.

<sup>36</sup> Tali termini sono stabiliti dall'art. 1, comma primo, legge 43/1994, come modificato dal d.l. 83/2012.

<sup>37</sup> Tale posizione è sostenuta da SPADA P., *Cambiale finanziaria*, voce in *Enc. D.*, Milano 1997, p. 265. *Contra* FAUCEGLIA G., *Riv. dir. comm.* 96, I, pp. 628s, ove si sostiene che una cambiale finanziaria a vista con termine pattuito, reso necessario dalla previsione legislativa di una scadenza minima, sia *inesistente* come titolo della specie.

<sup>38</sup> SEGRETO A. - CARRATO A., *op. cit.*, p. 129.

*emissione del titolo si reputa luogo del pagamento ed insieme domicilio dell'emittente* (art. 101, terzo comma).

5) *il nome di colui al quale o all'ordine del quale deve farsi il pagamento*; tale requisito implica che un valido titolo cambiario deve recare l'indicazione nominativa del primo prenditore<sup>39</sup>. Secondo la ricostruzione giurisprudenziale<sup>40</sup>, una cambiale non può qualificarsi come dichiarazione unilaterale rivolta a persona non determinata, poiché il diritto alla prestazione in essa menzionato non si rivolge ad un novero indeterminato di soggetti che vengano a trovarsi nella specifica situazione indicata nella dichiarazione, bensì "sorge in favore dell'originario prenditore del titolo, il cui nominativo deve essere indicato a pena di nullità sul titolo medesimo"<sup>41</sup>.

6) *l'indicazione della data e del luogo in cui il vaglia è emesso*; per quanto concerne il primo requisito, la giurisprudenza costante<sup>42</sup> qualifica come semplice chirografo, anziché come titolo cambiario, il vaglia su cui non sia menzionata, in modo specifico ed autonomo, la data di emissione, la quale deve essere identificabile in un giorno determinato (requisito della certezza) e non deve essere oggettivamente incredibile od incompatibile con la data di scadenza (requisito della possibilità)<sup>43</sup>. Inoltre, qualora non vi sia indicazione della data nel momento in cui viene esercitata l'azione cambiaria, l'inefficacia del titolo è rilevata d'ufficio. Per quanto concerne il luogo di emissione, in tal caso l'esplicita menzione risulta necessaria onde determinare quale legge nazionale sia applicabile al titolo; tuttavia, analogamente a

---

<sup>39</sup> Cass. 28 aprile 1983, n. 2902, in *Giust. Civ.* 1983, I, 2397.

<sup>40</sup> Cass. 8 marzo 1995, n. 2707, in *Mass. Uff.* 490993.

<sup>41</sup> SEGRETO A. - CARRATO A., *op. cit.*, p. 124. Ivi si riferiscono altresì i termini di un dibattito dottrinale sulla liceità del vaglia cambiario rilasciato all'ordine proprio, in cui cioè la promessa incondizionata di pagare una somma determinata sia rivolta dall'emittente a se stesso, in qualità anche di prenditore (per la nozione di titoli all'ordine, nominativi ed al portatore si veda *supra* Cap. I - Par. 2 nota 25). Tale possibilità è espressamente riconosciuta per la cambiale tratta, la quale può essere tratta dallo stesso traente (art. 3, comma 2, l.c.), al fine di ottenere l'accettazione e quindi negoziare più agevolmente il titolo onde reperire valuta; tale finalità non è riscontrabile nel vaglia cambiario, in virtù dei relativi connotati strutturali. Inoltre, qualora fosse possibile rilasciare un pagherò cambiario all'ordine proprio, "l'emittente, assumendo la veste di prenditore e girando il vaglia al portatore, finirebbe per raggiungere un risultato pratico assai vicino a quello dell'emissione di un titolo al portatore, non consentito per un vaglia cambiario, che si trasformerebbe in un titolo concorrente alla banconota" (SEGRETO A. - CARRATO A., *op. cit.*, p. 125). Per queste ragioni la dottrina prevalente esclude l'ammissibilità di vaglia emessi all'ordine proprio; si vedano, *ex multis*, PAVONE LA ROSA A., *op. cit.*, p. 79 e SALAFIA V., *È nullo il vaglia cambiario emesso dall'emittente all'ordine proprio*, in *Mon. Trib.* 1970, p. 63.

<sup>42</sup> *Ex multis*, Cass. 17 novembre 1976, n. 4275, in *Giust. Civ.* 1976.

<sup>43</sup> SEGRETO A. - CARRATO A., *op. cit.*, p. 126.

quanto osservato con riferimento alla scadenza ed al luogo di pagamento della cambiale, la legge cambiaria ha introdotto una presunzione legale, in virtù della quale *il vaglia cambiario in cui non è indicato il luogo di emissione si considera sottoscritto nel luogo indicato accanto al nome dell'emittente* (art. 101, comma 4, l.c.). Qualora difetti tale ultima indicazione, oltre che quella del luogo di emissione, autorevole dottrina considera il titolo come nullo<sup>44</sup>.

7) *la sottoscrizione di colui che emette il titolo (emittente)*; per quanto concerne la sottoscrizione dell'emittente, la giurisprudenza<sup>45</sup> ha statuito che, in virtù della natura formale del titolo cambiario, l'identificazione dell'emittente sulla sola base di elementi diversi dalla sottoscrizione implica l'inidoneità del titolo a costituire la fonte di un'obbligazione cambiaria. La dottrina prevalente ritiene, con specifico riferimento alle cambiali finanziarie, che la sottoscrizione possa essere apposta anche mediante riproduzione meccanica della firma, secondo la prassi relativa ai titoli di massa<sup>46</sup>.

7-bis) *l'indicazione del luogo e della data di nascita ovvero del codice fiscale dell'emittente*; tale requisito, aggiunto ad opera dell'art. 45, comma 1, lett. c), l. 12 dicembre 2002, n. 273, persegue la finalità di agevolare la pronta ed esatta individuazione dell'emittente il titolo, nella duplice direzione di assicurare la sicurezza e la speditezza del traffico giuridico.

Oltre ai requisiti generali del vaglia cambiario, l'art. 1 della legge 43/1994 prescrive che le cambiali finanziarie constino di ulteriori elementi specifici, quali la denominazione "cambiale finanziaria" inserita nel contesto del titolo, l'indicazione dei proventi in qualunque forma pattuiti, la scadenza tassativamente compresa tra tre e dodici mesi<sup>47</sup>, l'emissione in serie.

Per quanto concerne il primo connotato, mentre l'originario testo normativo approvato dalla Camera dei Deputati prevedeva esplicitamente che la denominazione "cambiale finanziaria" fosse espressa nella lingua di redazione del documento, il testo definitivo, al fine di "evitare problemi applicativi"<sup>48</sup>, non fa invece menzione di tale requisito linguistico, il

---

<sup>44</sup> PAVONE LA ROSA A., *op. cit.*, p. 90.

<sup>45</sup> Cass. 9 agosto 1977, n. 3642, in *Giust. Civ.* 1977.

<sup>46</sup> MARTORANO F., *Banca, borsa tit. cred.*, 96, I, pp. 143ss.

<sup>47</sup> Tale scadenza, originariamente stabilita dalla l. 43/1994, è stata in seguito modificata dal d.l. 83/2012, il quale richiede che le cambiali finanziarie abbiano una scadenza non inferiore ad un mese e non superiore a trentasei mesi dalla data di emissione. Nel presente capitolo "La disciplina ante riforma", si fa riferimento al testo originario.

<sup>48</sup> Così si esprimono i lavori parlamentari, nei quali si manifesta l'intento di rimettere la determinazione della lingua, in cui formulare la denominazione della cambiale finanziaria, alla "regolamentazione del titolo che sarebbe stata effettuata in base all'art.11 del nuovo testo unico



quale tuttavia risulta imposto dalla normativa generale sul vaglia cambiario (art.100, comma primo, n.1, l.c.), richiamata dalla legge 43/1994.

La menzione sul titolo della funzione svolta dalla cambiale, qualificata tramite l'aggettivo "finanziaria", ha indotto autorevole dottrina<sup>49</sup> a ritenere che lo strumento in esame sia un titolo di credito causale, come tale necessariamente implicante un rapporto fondamentale tipico, nel caso di specie la mutuazione di una somma di denaro tra emittente e primo prenditore<sup>50</sup>.

Ciononostante, secondo la dottrina prevalente<sup>51</sup>, l'inserimento nel contesto letterale del titolo della *deviazione funzionale*<sup>52</sup> caratterizzante la cambiale finanziaria, specificamente destinata al finanziamento delle società, non acquista rilevanza tale da incidere sulla riconducibilità dello strumento alla categoria dei titoli astratti, cui è ascritta la cambiale ordinaria<sup>53</sup>, in virtù dell'equiparazione, per ogni effetto di legge, della cambiale finanziaria a quella ordinaria (art. 1, comma 1, l. 43/1994)<sup>54</sup>.

---

bancario" (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 258). Tuttavia la normativa secondaria di attuazione, ivi incluse le Istruzioni di Vigilanza 21 marzo 2007 della Banca d'Italia, non fa menzione alcuna della lingua di redazione, con ciò determinando l'applicazione delle norme generali vigenti per le cambiali ordinarie.

<sup>49</sup> *Ex multis*, DI PASQUALI F., *Banche e banchieri* 95, 71 e CAFORIO G., in AA. VV., *I gruppi di società*, I, Milano, 1996, p.767ss. Per l'analisi della prescritta denominazione "cambiale finanziaria" quale requisito incidente sulla natura giuridica dell'istituto, si veda *supra* Cap. I - Par. 2.

<sup>50</sup> SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 256. Inoltre MARTORANO (MARTORANO F., *op. ult. cit.*, p. 148) sottolinea che la qualificazione della cambiale finanziaria come titolo di credito causale, necessariamente presupponente un sottostante rapporto di mutuo, risulta rafforzata dall'obbligo di rimborso imposto dalla normativa secondaria con riferimento a tutti gli strumenti finanziari di raccolta (art. 3, deliberazione Cicr 19 luglio 2004, n. 1058).

<sup>51</sup> *Ex multis*, RIGHINI E., *op. cit.*, p. 528; FAUCEGLIA G., *op. ult. cit.*, p. 631; SFAMENI, *R. soc.* 96, I, pp.1250ss.

<sup>52</sup> CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 145, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*

<sup>53</sup> Per la definizione della cambiale quale titolo astratto si veda *supra* Cap. I - Par. 2. *La natura giuridica dell'istituto*.

<sup>54</sup> Tale equiparazione si applica, necessariamente, anche ai rapporti tra emittente, primo prenditore e successivi giratari del titolo. In FAUCEGLIA G., *Riv. dir. comm.* 96, I, p. 631, si rileva che "anche nel caso della cambiale finanziaria, la menzione del rapporto fondamentale nel contesto letterale del titolo, causalità o non causalità, non influisce sulla autonomia delle varie possibili posizioni creditorie che possono sorgere in occasione della circolazione del titolo".

Alcuni autori pervengono alla medesima conclusione attraverso l'attenuazione della distinzione tra titoli astratti e causali, operata grazie all'introduzione della nozione di *causalità formale*. Tale nozione, sviluppata con particolare riferimento alle obbligazioni, implica che la causalità si esaurisca nell'applicazione al credito cartolare della disciplina tipica del rapporto menzionato sul documento, indipendentemente dalla concreta esistenza di tale rapporto, ferma restando la distinzione tra il rapporto cartolare e quello sottostante (FAUCEGLIA G., *Introduzione*, p. 14 in

L'art. 1 della legge 43/1994 prescrive, inoltre, che la cambiale finanziaria rechi nel contesto del titolo l'indicazione dei proventi, in qualunque forma pattuiti<sup>55</sup>. Tale indicazione, secondo la prevalente dottrina, è preordinata a svolgere una duplice funzione<sup>56</sup>. Da un lato, infatti, la norma risponde "ad esigenze di controllo sulla sollecitazione del pubblico risparmio, in sintonia con il richiamo alla categoria dei valori mobiliari<sup>57</sup>" contenuto nel successivo art. 4. Dall'altro, la necessaria indicazione dei proventi è motivata da ragioni di ordine fiscale<sup>58</sup>, poiché consente al sostituto d'imposta (nel caso di specie l'emittente) di conoscere il prezzo corrisposto dalla controparte per acquistare il titolo, al fine di calcolare la ritenuta sulla base della differenza con il valore nominale indicato nel titolo<sup>59</sup>.

---

FAUCEGLIA G.(a cura di), *La raccolta non bancaria del risparmio tra il pubblico*, cit. e PARTESOTTI G., *op. cit.*, p. 62). Per la nozione di causalità formale si veda *supra* Cap. I – Par. 2 note 61s.

<sup>55</sup> L'indicazione dei proventi comporta altresì conseguenze di ordine fiscale; l'art. 2, primo comma, della legge 43/1994 dispone infatti: *Nella parte I della tariffa di cui all'allegato A del decreto del Presidente della Repubblica 26 ottobre 1972, n. 642, come sostituita dal decreto del Ministro delle finanze 20 agosto 1992, pubblicato nel supplemento ordinario della Gazzetta Ufficiale n. 196 del 21 agosto 1992, all'articolo 6, numero 4 degli atti soggetti ad imposta, dopo le parole 'non superiore a 12 mesi' sono inserite le seguenti: 'nonché cambiali finanziarie'.*

Di conseguenza, l'art. 6, n.4, d.m. 20 agosto 1992 (*Approvazione della tariffa dell'imposta di bollo*), stabilisce che le "cambiali accettate da aziende ed istituti di credito di cui al regio d.l. 13 marzo 1936, n. 375 e successive modificazioni ed integrazioni emesse da imprenditori di cui all'art. 2195 c.c. con indicazione dei proventi in qualunque forma pattuiti girabili con la clausola senza garanzia ed aventi scadenza non superiore a 12 mesi, nonché cambiali finanziarie: per ogni milione di lire o frazione di milione".

L'indicazione dei proventi, oltre che essere richiesta per finalità di controllo sulla sollecitazione del pubblico risparmio (SEGRETO A. – CARRATO A., *op. cit.*, p. 715), è anche necessaria al fine di usufruire della riduzione dell'imposta di bollo.

<sup>56</sup> È opportuno menzionare che la normativa secondaria, emanata in attuazione della legge 43/1994, ha inizialmente omesso, nell'elencare i connotati del titolo cambiale finanziaria, ogni riferimento all'indicazione dei proventi. Solo le Istruzioni di vigilanza 21 marzo 2007 fanno espresso riferimento alla menzione dei proventi sul titolo. Tuttavia, la dottrina concordemente esclude che il mancato richiamo, nelle norme di attuazione, all'indicazione dei proventi abbia fatto venir meno tale connotato, poiché una norma secondaria non può abrogare, ed *a fortiori* abrogare tacitamente, una norma primaria.

<sup>57</sup> SEGRETO A. – CARRATO A., *op. cit.*, p. 715. Nello stesso senso SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 258.

<sup>58</sup> Le medesime esigenze di ordine fiscale motivano l'analogia previsione in materia di accettazioni bancarie, di cui al d.l. 2 ottobre 1981, n. 546, conv. con l. 1° dicembre 1981, n. 692.

<sup>59</sup> In dottrina si osserva, con riferimento all'esperienza delle accettazioni bancarie, che il sostituto d'imposta è in grado di conoscere solo il prezzo relativo alla prima negoziazione, pari alla differenza tra valore facciale e somma corrisposta dal primo prenditore, mentre, per quanto attiene alle negoziazioni successive, il sostituto d'imposta può conoscere soltanto un termine della sottrazione (SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 258). Per tali ragioni è stato ritenuto improprio l'impiego del plurale "proventi" in luogo del singolare (SPADA P., *Riv. dir. civ.* 83, II, p. 98).

Occorre inoltre segnalare che, analogamente a quanto è avvenuto per le accettazioni bancarie, non si è affermato un consistente mercato secondario di cambiali finanziarie, le quali in genere sono trasferite esclusivamente dall'emittente ad un prenditore che le tiene in portafogli sino alla, invero

La prescritta indicazione sul titolo dei proventi, in qualunque forma pattuiti, deve essere letta in combinato disposto con l'art. 5 della legge cambiaria e con l'art. 11, ultimo comma, del testo unico bancario. L'interpretazione di tali norme solleva questioni di ordine sistematico, poiché l'art. 5 l.c. limita la facoltà di apporre una clausola d'interessi alle sole cambiali pagabili *a vista* o *a certo tempo vista*, mentre nelle cambiali pagabili *a giorno fisso* o *a certo tempo data* la promessa d'interessi si ha per non scritta. D'altro canto, l'art. 11, ultimo comma, Tub stabilisce, al fine di tutelare il principio di riserva dell'attività bancaria, che le società non possono, attraverso gli strumenti finanziari di raccolta, reperire presso il pubblico fondi a vista<sup>60</sup>.

Occorre, dunque, determinare se l'apposizione di una clausola d'interessi sia compatibile con il paradigma della cambiale finanziaria quale titolo idoneo a raccogliere pubblico risparmio. A tal proposito, autorevole<sup>61</sup> dottrina esclude, interpretando la *ratio* della norma, che il vincolo posto dall'art. 5 l.c., calibrato sulle esigenze poste da titoli individuali emessi nell'ambito di operazioni commerciali, possa applicarsi alle cambiali finanziarie, quali titoli volti al finanziamento dell'impresa cui "deve essere connaturata la promessa di redditività"<sup>62</sup>. Tale ricostruzione, tuttavia, è contestata da chi<sup>63</sup> richiama la generale applicabilità del diritto cambiario in forza dell'equiparazione tra cambiale ordinaria e cambiale finanziaria operata dall'art.1, comma secondo, legge 43/1993. Inoltre, l'esclusione

---

breve, scadenza. Di conseguenza, le difficoltà implicate, sul piano fiscale, dall'indicazione dei proventi rivestono scarsa importanza pratica.

<sup>60</sup> L'art.11, comma 5, Tub dispone: *Nei casi previsti dal comma 4, lett c) e d) [ove si dispone che il divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico non si applica, rispettivamente, alle società, per la raccolta effettuata ai sensi del codice civile mediante obbligazioni, titoli di debito od altri strumenti finanziari e alle altre ipotesi di raccolta espressamente consentite dalla legge, nel rispetto del principio di tutela del risparmio] sono comunque precluse la raccolta di fondi a vista ed ogni forma di raccolta collegata all'emissione od alla gestione di mezzi di pagamento a spendibilità.*

Per l'analisi di tale norma nel contesto dei requisiti previsti dall'art. 100 l.c. e richiamati dall'art. 1, comma primo, l. 43/1994, si veda *supra* la prima parte di questo paragrafo.

<sup>61</sup> MARTORANO F., *op. ult. cit.*, p. 136; RIGHINI E., *op. cit.*, p. 530; LIBONATI B., *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999, pp. 95s; FAUCEGLIA G., *Riv. dir. comm.* 96, I, p. 632.

<sup>62</sup> SEGRETO A. - CARRATO A., *op. cit.*, p. 715.

<sup>63</sup> SPADA P., *Riv. dir. civ., cit.*, p. 501n<sup>6</sup>. In altra opera, peraltro, tale Autore rileva che l'applicabilità dell'art. 11 Tub è subordinata alla raccolta del risparmio tra il pubblico, sicché, qualora non sia coinvolta una pletora indeterminata di risparmiatori, la cambiale finanziaria potrebbe essere emessa a vista o a certo tempo vista, purché sia rispettato il termine minimo di scadenza previsto dall'art. 1 della l. 43/1994 (SPADA P., *Cambiale finanziaria, cit.*, p. 265). *Contra* FAUCEGLIA G., *op. ult. cit.*, pp. 628s, il quale afferma che la preordinazione delle cambiali finanziarie al finanziamento delle società, con la conseguente necessità di pianificare i flussi monetari per il rimborso coerentemente con le esigenze di cassa proprie dell'attività di impresa, implica l'inammissibilità del pagamento *a vista* o *a certo tempo vista*, a prescindere dall'appello al pubblico risparmio.

della clausola d'interessi non osta alla redditività dello strumento, la quale è costituita per il prenditore dalla differenza tra il valore nominale del titolo e la somma corrisposta all'atto del rilascio, mentre per i successivi portatori la redditività consiste nello scarto tra quanto versato all'atto dell'acquisto e quanto ricevuto all'atto della vendita<sup>64</sup>.

Per quanto concerne la tardiva indicazione dei proventi, si rinvengono in dottrina posizioni difformi tra gli autori che la considerano solo inopportuna<sup>65</sup> e gli autori che, invece, propendono per l'inderogabilità assoluta del requisito imposto dalla legge<sup>66</sup>. L'indicizzazione dei proventi, invece, è unanimemente considerata legittima, purché non si ponga in contrasto con norme imperative primarie o secondarie<sup>67</sup>.

Si discute, inoltre, sulla natura giuridica dei proventi, alternativamente qualificati come interessi o plusvalenze<sup>68</sup>. Autorevole dottrina<sup>69</sup> rileva che la risoluzione di tale questione è subordinata alla qualificazione del negozio di trasferimento come sconto o compravendita, "dovendosi preferire questa seconda soluzione dal momento che le cambiali finanziarie circolano come un 'bene', attesa l'incorporazione del diritto nel titolo<sup>70</sup>".

Ulteriore requisito prescritto dalla legge 43/1994 è la scadenza della cambiale finanziaria, originariamente compresa tra tre e dodici mesi dalla data di emissione del titolo<sup>71</sup>. Tale termine di durata ha funzione integrativa rispetto al requisito generale imposto dall'art. 100, n. 3, l.c., giusta il quale il vaglia cambiario deve recare indicazione della scadenza<sup>72</sup>.

La previsione di un termine massimo tassativo ha lo scopo di connotare la cambiale finanziaria quale strumento di finanziamento a breve termine, complementare ai titoli

---

<sup>64</sup> CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 148, in FAUCEGLIA G. (a cura di), *op. cit.*

<sup>65</sup> MASI P., *Primo approccio alle "cambiali finanziarie"*, *cit.*, p. 586.

<sup>66</sup> SPADA P., *Riv. dir. civ.*, *cit.*, pp. 501s; SEGRETO A. - CARRATO A., *op. cit.*, p. 716.

<sup>67</sup> SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 259.

<sup>68</sup> La qualificazione dei proventi come interessi o plusvalenze rileva, soprattutto, a fini fiscali, ancorché la rilevanza pratica del problema sia stata ridotta dall'equiparazione, per quanto concerne l'imposta sul valore aggiunto, tra cambiali finanziarie ed obbligazioni.

<sup>69</sup> URBANI, in PELLIZZI G.L. - PARTESOTTI G., *Commentario breve alla legislazione sulla cambiale e sugli assegni*, Padova, 1995, p. 244.

<sup>70</sup> SEGRETO A. - CARRATO A., *op. cit.*, p. 716.

<sup>71</sup> Scadenza in seguito modificata dal d.l. 83/2012, a norma del quale le cambiali finanziarie hanno una scadenza non inferiore a un mese e non superiore a trentasei mesi dalla data di emissione.

<sup>72</sup> Per quanto concerne i requisiti di cui all'art. 100 l.c., si veda *supra* la prima parte di questo paragrafo.

obbligazionari, i quali integrano, invece, investimenti a medio-lungo termine<sup>73</sup>. La durata minima trimestrale, invece, prima di essere ridotta ad un mese dal d.l. 83/2012, era stata l'oggetto di un tentativo di riforma ad opera del disegno di legge n. 1419 del 1995. La previsione di un termine minimo tassativo era ritenuta priva di giustificazione, "sia perché molte imprese emettono titoli anche a scadenze di pochi o pochissimi giorni (da 7 a 15) per poter gestire meglio la tesoreria aziendale, sia perché più breve è la scadenza e minore è il rischio corso dal risparmiatore<sup>74</sup>".

La mancata fissazione della scadenza comporta, stante l'inapplicabilità dell'art. 101 l.c.<sup>75</sup>, l'inesistenza del titolo come cambiale finanziaria<sup>76</sup>, incidendo sulla sua qualificazione senza tuttavia determinarne la nullità<sup>77</sup>.

L'art. 1, comma primo, della legge 43/1994 statuisce, altresì, che le cambiali finanziarie sono titoli di credito all'ordine emessi in serie. Secondo la prevalente dottrina<sup>78</sup>, il riferimento alla clausola *all'ordine*<sup>79</sup> appare pleonastico<sup>80</sup>, poiché risulta assorbito dall'equiparazione, per ogni effetto di legge, delle cambiali finanziarie a quelle ordinarie e dal rinvio legislativo ai requisiti del vaglia cambiario contenuti nell'art. 100 l.c.<sup>81</sup>

Inoltre, l'emissione in serie delle cambiali finanziarie<sup>82</sup> implica che tali strumenti, nell'ambito della medesima serie, si configurano come titoli fungibili ed omogenei. Il

---

<sup>73</sup> Sulla complementarità tra cambiale finanziaria ed obbligazioni si veda la relazione accompagnatoria al progetto di legge, citata *supra* Cap. I - Par. 1. *La raccolta non bancaria del risparmio* nota 2.. Il decreto del Ministro del Tesoro 7 ottobre 1994, inoltre, affianca le cambiali finanziarie, aventi originariamente durata non superiore a un anno, ai certificati d'investimento, aventi durata superiore a un anno.

<sup>74</sup> V. AMATO V., *Lavori preparatori della l. 13 gennaio 1994, n. 43*, p. 131, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*

<sup>75</sup> L'art. 101, secondo comma, l.c. prevede che *Il vaglia cambiario senza indicazione di scadenza si considera pagabile a vista*. Tale norma è tuttavia incompatibile con l'art. 11, quinto comma, Tub, il quale interdice alle società di finanziarsi emettendo presso il pubblico strumenti finanziari di raccolta pagabili a vista.

<sup>76</sup> FAUCEGLIA G., *Riv. dir. comm.* 96, I, pp. 628s.

<sup>77</sup> SPADA P., *Riv. dir. civ., cit.*, pp. 500s

<sup>78</sup> MARTORANO F., *op. ult. cit.*, pp. 134s; BASSI A., *Nuove leggi civ. comm.* 97, p. 76; CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 148, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*

<sup>79</sup> Per la nozione di titolo di credito all'ordine si rinvia *supra* Cap. I - Par. 2 *La natura giuridica dell'istituto* nota 25.

<sup>80</sup> SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, pp. 253s

<sup>81</sup> L'art 100, primo comma, n.5, l.c. prescrive infatti che il vaglia cambiario contiene *il nome di colui al quale o all'ordine del quale deve farsi il pagamento*

<sup>82</sup> MARTORANO F., *op. ult. cit.*, p. 135, per quanto concerne l'apposizione del numero di serie, si interroga sulla liceità dell'introduzione di un documento extracartolare che consenta di risalire alla

requisito dell'emissione in serie deve essere interpretato in combinato disposto con quanto prescrive l'art. 1, comma 3, l. 43/1994, secondo il quale l'emissione di cambiali finanziarie costituisce raccolta del risparmio ai sensi dell'art. 11 Tub ed è disciplinata dalle disposizioni del medesimo articolo<sup>83</sup>. Di conseguenza, la strutturazione delle cambiali finanziarie quali titoli uniformi e fungibili, nell'ambito della medesima serie, è funzionale alla normativa concernente la raccolta del risparmio, rendendo efficace lo smobilizzo dell'investimento ed al contempo garantendo una maggiore tutela dei risparmiatori<sup>84</sup>.

La dottrina è discorde sulle conseguenze che comporta l'omessa indicazione di uno o più degli elementi aggiuntivi prescritti dalla legge 43/1994. MARTORANO<sup>85</sup> ritiene che l'equiparazione della cambiale finanziaria a quella ordinaria implichi pari trattamento dei requisiti stabiliti dall'art. 100 l.c. e di quelli posti dalla legge 43/1994; di conseguenza, il difetto di un connotato richiesto dalla legge speciale determina l'invalidità del titolo come cambiale e dunque la sua sottrazione alla disciplina cambiaria generale, analogamente a quanto avviene in caso di omissione di uno dei requisiti di cui all'art. 100 l.c.<sup>86</sup>

La dottrina prevalente<sup>87</sup> ritiene, invece, che la mancanza di uno o più dei connotati specifici prescritti dalla l. 43/1994 implichi, qualora concorrano i requisiti generali imposti dalla legge cambiaria, la sola inapplicabilità delle norme speciali relative alla cambiale finanziaria, con conseguente qualificazione del titolo come ordinario vaglia cambiario<sup>88</sup>.

Le caratteristiche richieste dalle norme di rango primario sono integrate da ulteriori requisiti posti dalla normativa secondaria di attuazione. Tali requisiti, volti a rendere coerente

serie di emissione, configurandosi in tal modo un'ipotesi di letteralità indiretta (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 255).

<sup>83</sup> Per la trattazione dell'art. 1, terzo comma, l. 43/1994, specificamente riguardo agli aspetti concernenti la raccolta del risparmio tra il pubblico, si veda *supra* Cap I - Par. 2.

<sup>84</sup> CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, pp. 150ss, in FAUCEGLIA G. (a cura di), *op. cit.*

<sup>85</sup> MARTORANO F., *op. ult. cit.*, p. 139.

<sup>86</sup> SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 257.

<sup>87</sup> SPADA P., *Riv. dir. civ., cit.*, p. 265; BASSI A., *op. cit.*, p. 82; SFAMENI P., *op. cit.*, p. 1254; FAUCEGLIA G., *Riv. dir. comm., cit.*, p. 638.

<sup>88</sup> Occorre rilevare che la dottrina unanimemente esclude la trasformazione successiva di una cambiale ordinaria in cambiale finanziaria, in conseguenza di un accordo di riempimento di cambiale in bianco (*ex multis*, MASI P., *Banca borsa tit. cred., cit.*, p. 587). L'unico elemento che può essere omesso, senza inibire la riconducibilità del titolo alla fattispecie cambiale finanziaria, è il luogo di emissione, per *default* individuato in quello in cui ha sede l'emittente ex art. 101, comma 3, l.c. (SEGRETO A. - CARRATO A., *op. cit.*, p. 716 ove si cita FAUCEGLIA G., *op. ult. cit.*, p. 638).

la sintetica disciplina legislativa<sup>89</sup> sulle cambiali finanziarie con quella predisposta per la raccolta non bancaria del risparmio in generale, sono individuati dal 12° aggiornamento 21 marzo 2007 alle Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia. Le citate Istruzioni di Vigilanza prevedono che sulle cambiali finanziarie, oltre ai requisiti previsti dalla legge, siano indicati<sup>90</sup>:

- la denominazione, l'oggetto e la sede dell'impresa emittente, con l'indicazione dell'ufficio del registro delle imprese presso il quale essa è iscritta;
- il capitale sociale dell'impresa versato ed esistente al momento dell'emissione<sup>91</sup>;
- l'ammontare complessivo dell'emissione di cui la cambiale fa parte<sup>92</sup>;
- in caso di garanzia, l'identità del garante e l'ammontare della garanzia.

Tali requisiti hanno l'obiettivo di rendere la disciplina delle cambiali finanziarie omogenea a quella degli altri strumenti finanziari di raccolta, quali le obbligazioni, i titoli di debito e gli altri strumenti che comportano un obbligo di rimborso<sup>93</sup>. I connotati prescritti dalle Istruzioni di Vigilanza si spiegano, dunque, in chiave di tutela dei risparmiatori nell'ipotesi d'offerta al pubblico di strumenti finanziari.

Le Istruzioni di vigilanza prescrivono, altresì, che le cambiali finanziarie abbiano valore minimo unitario non inferiore ad euro 50.000, al fine di "selezionare, dal lato della domanda, gli investitori in grado di valutare il rischio di impresa<sup>94</sup>".

Per quanto afferisce alle conseguenze della mancata indicazione di uno o più degli elementi prescritti dalle norme secondarie, la dottrina distingue tra le Istruzioni di vigilanza

<sup>89</sup> La scarna disciplina primaria è stata subito commentata da SPADA, il quale si è riferito alla l. 43/1994 come "leggina" sulle cambiali finanziarie (SPADA P., *Dai titoli cambiari ai valori mobiliari (suggerimenti della "leggina" sulle cambiali finanziarie)*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1995).

<sup>90</sup> In tal modo dispone l'art. 3, Sezione IV (*Raccolta mediante emissione di strumenti finanziari*), Titolo IX - Capitolo 2 (*Raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*), 12° aggiornamento del 21 marzo 2007 alle Istruzioni di vigilanza per le banche recate dalla circolare n. 229 del 21 aprile 1999.

<sup>91</sup> Le società cooperative possono indicare il capitale sociale versato come risultante dall'ultimo bilancio approvato.

<sup>92</sup> Di conseguenza, qualora le cambiali finanziarie siano dirette ad un novero indeterminato di risparmiatori, siano cioè destinate al pubblico, è normativamente interdetta l'emissione *in serie aperta*. Per la nozione di serie aperta si rinvia *supra* Cap. I - Par. 2 *La natura giuridica dell'istituto*.

<sup>93</sup> Art. 3, deliberazione Ccr 19 luglio 2005: - *Costituiscono strumenti finanziari di raccolta del risparmio le obbligazioni, i titoli di debito e gli altri strumenti finanziari che, comunque denominati e a prescindere dall'eventuale attribuzione di diritti amministrativi, contengono un obbligo di rimborso ai sensi dell'art. 1.*

Per la trattazione di tale norma si veda *supra* Cap. II - Par. 1. *Le fonti normative*.

<sup>94</sup> Così si esprime la circolare accompagnatoria alle Istruzioni di vigilanza nel testo originario del 1994, riportata in SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 260.

del 1995 e quelle del 2007<sup>95</sup>. Le Istruzioni del 1995, infatti, menzionano tra le fonti normative l'art. 117, comma 8<sup>96</sup>, Tub, con ciò inducendo autorevole<sup>97</sup> dottrina a ritenere che il difetto di un requisito prescritto dalla normativa secondaria determini, in attuazione del citato articolo Tub, la nullità del titolo. Altrove<sup>98</sup>, tuttavia, si obietta che i poteri della Banca d'Italia, unitamente alla normativa derivata dall'art. 11 Tub, trovano applicazione solo nell'ipotesi di raccolta del risparmio tra il pubblico, determinando in caso di violazione l'inefficacia relativa del titolo, il quale comunque non perde la qualifica di cambiale finanziaria<sup>99</sup>.

Con riferimento alle Istruzioni di vigilanza 21 marzo 2007, le quali non recano più menzione dell'art. 117, comma 8, Tub, tra le fonti normative, la dottrina ha distinto le ipotesi di inottemperanza alla normativa attuativa dell'art. 11 Tub dai casi in cui, invece, si emettano titoli difformi dai connotati determinati *ex art. 117 Tub*<sup>100</sup>. L'emissione di strumenti non aventi il contenuto tipico stabilito dalla Banca d'Italia nell'ottica di tutela del consumatore comporta, infatti, la nullità relativa del titolo, mentre la violazione delle norme regolamentari emanate in attuazione dell'art. 11 Tub, aventi finalità di tutela obiettiva del mercato finanziario, determina la nullità assoluta del titolo quale strumento finanziario di raccolta del risparmio.

Di conseguenza, il difetto di taluno dei requisiti stabiliti dal Cicc o dalla Banca d'Italia implica l'invalidità assoluta della cambiale finanziaria quale titolo volto a reperire fondi

---

<sup>95</sup> Per le quali si veda *supra* Cap. II – Par. 1 *Le fonti normative*.

<sup>96</sup> Tale norma dispone: *La Banca d'Italia può prescrivere che determinati contratti, individuati attraverso una particolare denominazione o sulla base di specifici criteri qualificativi abbiano un contenuto tipico determinato. I contratti difformi sono nulli. Resta ferma la responsabilità della banca o dell'intermediario finanziario per la violazione delle prescrizioni della Banca d'Italia.*

<sup>97</sup> MARTORANO F., *op. ult. cit.*, p. 139; FAUCEGLIA G., *op. ult. cit.*, p. 636, il quale tuttavia eccettua dalla sanzione della nullità per omessa indicazione del luogo di emissione, per le ragioni riferite *supra* in nota 88.

<sup>98</sup> SFAMENI P., *op. cit.*, p.1279.

<sup>99</sup> SPADA P., *Riv. dir. civ., cit.*, p. 503. Un'ulteriore obiezione (SPADA, *Cambiale finanziaria, cit.*, pp. 264s) all'opinione rigorista prospettata da FAUCEGLIA limita l'applicabilità dell'art. 117, comma 8, Tub ai soli titoli atipici, con ciò escludendo le cambiali finanziarie tipizzate dalla l. 43/1994. Occorre osservare, tuttavia, che la Banca d'Italia ha utilizzato il potere conferitole dall'art. cit. anche con riguardo a titoli incontestabilmente tipici quali le obbligazioni (SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 260).

<sup>100</sup> Mette conto indicare che la dottrina più attenta (PORZIO, in *T.U. delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di BELLI *et alii*, Bologna 2003, p. 216) era pervenuta alle medesime conclusioni nel periodo precedente l'introduzione delle Istruzioni di vigilanza del 2007, distinguendo tra la nullità relativa del titolo, cagionata da una violazione dell'art. 117, comma 8, Tub, e la nullità assoluta, in caso di offerta al pubblico di strumenti finanziari di raccolta in violazione della normativa attuativa dell'art. 11 Tub.



presso il pubblico dei risparmiatori e comporta, altresì, l'assoggettamento alle sanzioni penali di cui all'art. 131 Tub<sup>101</sup>.

---

<sup>101</sup> SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 261.

### 3. – PROFILI SOGGETTIVI E REQUISITI PER L'EMISSIONE

La legge 13 gennaio 1994, n. 43, nel disciplinare l'istituto cambiale finanziaria, non determina l'ambito soggettivo d'impresе cui lo strumento si rivolge, limitandosi a statuire che l'emissione di cambiali finanziarie costituisce raccolta del risparmio ai sensi dell'art. 11 Tub ed è, dunque, disciplinata dalla relativa normativa<sup>102</sup>.

Di conseguenza, il novero delle imprese abilitate ad emettere cambiali finanziarie è individuato dalla deliberazione Ccir 3 marzo 1994<sup>103</sup>, attuativa dell'art. 11 Tub e della legge 43/1994. Tale provvedimento circoscrive la facoltà di emettere cambiali finanziarie: (i) alle società e agli enti con titoli negoziati in un mercato regolamentato; (ii) alle altre società purché i bilanci degli ultimi tre esercizi siano in utile<sup>104</sup>. Nella seconda ipotesi, inoltre, i titoli devono essere assistiti da garanzia non inferiore al 50% del loro valore di sottoscrizione, rilasciata da banche autorizzate in Italia e banche comunitarie, da società finanziarie iscritte nell'elenco speciale di cui all'art. 107 Tub<sup>105</sup>, da società ed enti di assicurazione<sup>106</sup>. L'identità del garante e l'ammontare della garanzia prestata devono, altresì, essere chiaramente indicati sui titoli.

La disciplina secondaria replica, pertanto, gli orientamenti emersi nell'ambito dei lavori preparatori alla l. 43/1994, ove il Legislatore aveva prefigurato la creazione di due strumenti differenziati, l'uno destinato alle sole società con titoli quotati, presuntivamente dotate di adeguate garanzie di solvibilità, l'altro destinato ad un ampio novero di imprese

---

<sup>102</sup> Occorre rilevare che l'originario progetto di legge, così come il primo testo approvato dalla Camera dei Deputati, conteneva la diretta specificazione delle società abilitate all'emissione di cambiali finanziarie. In seguito, il Legislatore ritenne di non intervenire sulla materia, demandando alla normativa secondaria, più duttile e rispondente ad esigenze di coordinamento con il testo unico bancario, la determinazione del novero di società interessate all'emissione. L'art. 3 della legge speciale, attualmente abrogato, conteneva un generico riferimento a *società, enti e imprese che emettono cambiali finanziarie*, con ciò originariamente inducendo a ritenere che la disciplina legislativi abilitasse all'emissione anche le società di persone, le imprese individuali e gli enti pubblici economici (SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, pp. 263s).

<sup>103</sup> Per l'esame della citata delibera si veda *supra* Cap. II – Par. 1.

<sup>104</sup> Così dispone l'art. 2, ultimo paragrafo, deliberazione Ccir 3 marzo 1994.

<sup>105</sup> Il novero di società finanziarie abilitate a prestare la garanzia richiesta dalla delibera Ccir è, dunque, limitato alle sole società vigilate, ossia sottoposte ai controlli della Banca d'Italia.

<sup>106</sup> I soggetti facoltizzati a prestare la garanzia sono indicati nell'art. 3 della deliberazione Ccir 3 marzo 1994.

(*società ed enti* nel testo di legge originario), cui era tuttavia richiesta l'assistenza di garanzia bancaria o assicurativa<sup>107</sup>.

Di conseguenza, la legge 43/1994 demanda all'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo (Isvap) la determinazione di limiti e condizioni per il rilascio, da parte delle imprese d'assicurazione, di garanzie a fronte dell'emissione di cambiali finanziarie<sup>108</sup>.

L'Isvap ha dato seguito alla norma di legge attraverso il provvedimento 29 dicembre 1997, n. 761, il quale individua le condizioni al cui concorso è subordinata, per le imprese di assicurazione<sup>109</sup>, la facoltà di assistere l'emissione di cambiali finanziarie<sup>110</sup>.

---

<sup>107</sup> SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 264. Autorevole dottrina (SPADA P., *Riv. dir. civ., cit.*, p. 505) ha evidenziato che tra il testo legislativo (l'art. 3 della l. 43/1994, ove si menzionano gli *enti* acconto alle *società*) e la disciplina secondaria vi è una discrasia, poiché la delibera Cicr esclude dalla facoltà di emettere cambiali finanziarie taluni soggetti (quali gli enti non commerciali e le imprese minori) che la legge lascia impregiudicati. Di conseguenza, tale dottrina ritiene che gli enti originariamente inclusi dalla norma primaria, ma esclusi da quella secondaria, possano emettere cambiali finanziarie qualora queste non siano dirette al pubblico, dovendosi applicare solo in tal caso le norme secondarie attuative dell'art. 11 Tub.

Posizione ancora più rigorosa di quella suggerita dalla delibera in commento è, invece, sostenuta da MASI (MASI P., *op. cit.* p. 588), il quale ritiene che il riferimento alle *altre società* contenuto nella delibera Cicr sia rivolto alle sole società per azioni ed in accomandita per azioni, in virtù di quanto disposto dall'art. 11, comma 4, lett c), Tuf che, nel testo allora vigente, abilitava soltanto società per azioni ed in accomandita per azioni a raccogliere risparmio presso il pubblico mediante l'emissione di obbligazioni.

<sup>108</sup> L'art. 5 della legge 43/1994 dispone: 1. *L'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo (Isvap) emana disposizioni che fissano i limiti e le condizioni per il rilascio, da parte di imprese di assicurazione di eventuali garanzie a fronte dell'emissione di cambiali finanziarie.*

Mette conto segnalare che l'originaria proposta di legge prevedeva che le cambiali finanziarie, emesse da enti o società con azioni non quotate in un mercato regolamentato, dovessero essere assistite da fideiussione bancaria o assicurativa, avente importo almeno pari all'intera somma dovuta, ivi inclusi i proventi, con scadenza di almeno due mesi superiore a quella delle cambiali finanziarie (art. 1, comma 3, lett. b).

<sup>109</sup> Tali si intendono le imprese di assicurazione autorizzate ai sensi dei d.lgs. 174/1995 e 175/1995, oggi sostituiti dal d.lgs. 209/2005.

Occorre rilevare che la l. 43/1994 demanda solo all'Isvap, e non anche alla Banca d'Italia, la determinazione dei criteri per la prestazione di garanzia, con ciò inducendo autorevole dottrina (MASI P., *Banca, borsa, tit. cred.* 94, I, p. 590) a ritenere che le banche non fossero abilitate ad assistere l'emissione di cambiali finanziarie. Tale obiezione è stata normativamente superata dalla delibera Cicr 3 marzo 1994, la quale individua espressamente le banche quali potenziali garanti (art. 3).

<sup>110</sup> Tali condizioni sono: (i) la disponibilità di un'eccedenza del patrimonio netto rispetto al margine minimo da costituire, che non assolve ad altre funzioni di garanzia, in misura almeno pari all'ammontare complessivo delle garanzie a fronte delle cambiali finanziarie; (ii) l'adozione di adeguate procedure di affidamento ispirate a criteri di sana e prudente gestione, attivando di volta in volta apposite istruttorie corredate da prove documentali; (iii) la diversificazione dell'esposizione complessiva per le garanzie emesse nei confronti di ogni soggetto garantito e con riguardo ai soggetti che risultino legati da rapporti di controllo o di partecipazione qualificata, riassicurativi, finanziari,

Inoltre, la deliberazione Cicer 3 marzo 1994 preclude la facoltà di raccogliere risparmio, tramite cambiali finanziarie, agli intermediari esercenti nei confronti del pubblico l'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma, a norma dell'art. 106, primo comma, Tub<sup>111</sup>. La delibera in parola estende la preclusione anche agli intermediari finanziari svolgenti l'attività di finanziamento non nei confronti del pubblico, ex art. 113, primo comma, Tub, nel testo allora vigente<sup>112</sup>. Tale preclusione non riguarda, comunque, le società finanziarie sottoposte a vigilanza della Banca d'Italia, a norma dell'allora vigente art. 107 Tub. Con disposizione transitoria, la delibera 3 marzo 1994, in attesa di modifiche al trattamento fiscale delle rendite finanziarie, preclude temporaneamente alle banche l'emissione di cambiali finanziarie<sup>113</sup>.

Le profonde modifiche apportate dal d.lgs. 6/2003 all'art. 11 Tub hanno determinato la conseguente sostituzione della normativa secondaria di attuazione. A tal fine, la deliberazione Cicer 19 luglio 2005 ha revocato il precedente provvedimento del 1994, riordinando la disciplina concernente la raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche.

Mentre la delibera Cicer 19 luglio 2005 si esime dall'elencare i soggetti abilitati all'emissione di cambiali finanziarie, le Istruzioni di Vigilanza 21 marzo 2007 della Banca d'Italia, emanate in applicazione della delibera Cicer, si limitano ad individuare quali

---

organizzativi e convenzionali. Tali criteri di diversificazione devono essere deliberati dall'organo amministrativo competente e comunicati preventivamente all'Isvap; (iv) la non prevalenza delle garanzie rilasciate a fronte dell'emissione di cambiali finanziarie rispetto all'attività assicurativa effettivamente svolta.

Inoltre, il provvedimento Isvap in parola richiede che le imprese di assicurazione indichino, nella nota integrativa al bilancio d'esercizio, le esposizioni concernenti le cambiali finanziarie. È altresì prescritta la comunicazione all'Isvap di ogni garanzia della specie, entro 15 giorni dal rilascio (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 289).

<sup>111</sup> Mette conto rilevare che l'intera materia riguardante i soggetti operanti nel settore finanziario, di cui al titolo V Tub, è stata sostituita ad opera dell'art. 7, primo comma, d.lgs. 13 agosto 2010, n. 141, in seguito ulteriormente modificato dal d.lgs. 19 settembre 2012, n. 169.

<sup>112</sup> Tale articolo è stato sostituito per effetto dell'art. 3, primo comma, lett. u), d.lgs. 19 settembre 2012, n. 169.

<sup>113</sup> In tal modo dispone l'art. 5, primo comma, della citata delibera. BASSI, *op. cit.*, p. 83, indica come tale previsione possa lasciar intendere che la revisione del trattamento fiscale delle rendite finanziarie costituisca condizione risolutiva del divieto. Inoltre, SPADA P, *Riv. dir. civ., cit.*, pp. 504s, ritiene che la norma in esame costituisca un'ingiustificata inversione tra regola ed eccezione, posto che l'art. 11, secondo comma, riserva, salvo deroghe, la raccolta del risparmio tra il pubblico proprio alle banche. Si veda *supra* Cap. I - Par. 3. *I soggetti interessati all'emissione e alla circolazione delle cambiali finanziarie* nota 102.

destinatari della disciplina i soggetti residenti in Italia e, in quanto le disposizioni attuative siano compatibili, i soggetti non residenti per l'attività di raccolta effettuata in Italia<sup>114</sup>.

L'interpretazione sistematica della normativa secondaria induce a ritenere che le sole società di capitali siano abilitate ad emettere cambiali finanziarie destinate al pubblico<sup>115</sup>, applicandosi peraltro, alle società a responsabilità limitata ed alle cooperative cui si estendono le norme sulle s.r.l., la disciplina restrittiva prevista dagli articoli 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 codice civile<sup>116</sup>.

Inoltre, al fine di evitare elusioni derivanti da una diversa qualificazione giuridica degli strumenti utilizzati, le Istruzioni 21 marzo 2007 estendono a tutti gli strumenti finanziari di raccolta, tra cui rientrano anche le cambiali finanziarie, i limiti quantitativi dettati dal codice civile per le obbligazioni.

Di conseguenza, le società per azioni, in accomandita per azioni e cooperative possono emettere strumenti finanziari di raccolta per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato, in virtù dell'art. 2412, primo comma.

La delibera Cnr 19 luglio 2005 estende, inoltre, a tutti gli strumenti finanziari di raccolta le fattispecie derogatorie previste dal comma secondo e seguenti dell'art. 2412 c.c., risultando così possibile superare il limite di cui al primo comma (i) se i titoli emessi in eccedenza sono destinati alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali; (ii) se l'emissione è garantita da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili medesimi, non si applica il limite di cui al primo comma; (iii) qualora i titoli siano destinati ad essere quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero conferiscano il diritto di acquisire o sottoscrivere azioni, l'emissione non è soggetta ai limiti di

---

<sup>114</sup> La disciplina cui si fa riferimento è quella contenuta nel titolo IX, capitolo secondo, delle Istruzioni medesime, avente per oggetto la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche.

<sup>115</sup> SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 265.

<sup>116</sup> In tal modo dispone l'art. 1, sezione IV, delle Istruzioni di Vigilanza 21 marzo 2007. In virtù di tale norma si esclude che le società di persone possano emettere cambiali finanziarie destinate al pubblico, argomentando *a fortiori* sulla base della disciplina applicabile alle s.r.l.: dato tali società di capitali non hanno facoltà di emettere cambiali finanziarie che non siano sottoscritte da investitori professionali, risulterebbe incongruo, nel silenzio della normativa, che società di persone possano emettere tali titoli senza alcuna preclusione. Si veda anche *supra* Cap. I - Par. 3. nota 109.

cui ai primi due commi dell'art. 2412; (iv) resta ferma, altresì, l'ipotesi residuale di autorizzazione governativa a superare i limiti all'emissione, nel caso in cui ricorrano particolari ragioni che interessano l'economia nazionale.

Per quanto concerne le società a responsabilità limitata, la delibera 19 luglio 2005 rinvia all'art. 2483 c.c., secondo il quale la facoltà di emettere titoli di debito è subordinata ad un'esplicita previsione dell'atto costitutivo, con l'ulteriore limitazione della possibilità di sottoscrivere tali strumenti ai soli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, i quali comunque rispondono, in caso di successiva circolazione dei titoli di debito, della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima. Analogamente, le società cooperative cui si applicano le norme sulla società a responsabilità limitata emettono strumenti finanziari di raccolta nel rispetto di quanto previsto dall'art. 2526 c.c., a norma del quale la società può offrire in sottoscrizione strumenti privi di diritti di amministrazione solo a investitori qualificati.

Per quanto concerne l'individuazione dell'organo sociale competente a deliberare l'emissione di cambiali finanziarie, stante il silenzio della normativa sia primaria sia secondaria, la prevalente dottrina<sup>117</sup> ritiene, in coerenza con quanto attualmente disposto dall'art. 2410 c.c. in materia di obbligazioni<sup>118</sup>, che l'organo legittimato sia, salvo diverse previsioni statutarie, il consiglio d'amministrazione<sup>119</sup>.

La deliberazione Cicr 19 luglio 2005 ha altresì rimosso il divieto, per gli intermediari finanziari non vigilati, di emettere cambiali finanziarie, stabilito in precedenza dall'art. 3 della delibera 4 marzo 1994. Di conseguenza, il provvedimento del 2005 sancisce, per le società che svolgono l'attività di concessione di finanziamenti tra il pubblico sotto qualsiasi forma, la facoltà di emettere strumenti finanziari di raccolta, per somma complessivamente non eccedente il capitale sociale, la riserva legale e le riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Inoltre le società finanziarie, iscritte nell'elenco speciale di cui all'originario art. 107 Tub, possono emettere strumenti finanziari di raccolta sino doppio del

---

<sup>117</sup> SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 265; MASI P., *Cambiale finanziaria, cit.*, p. 6; BASSI A., *op. cit.*, p. 84s; *contra* MARTORANO F., *Banca, borsa tit. cred., cit.*, pp. 138s.

<sup>118</sup> Tale norma prescrive: - *Se la legge o lo statuto non dispongono diversamente, l'emissione di obbligazioni è deliberata dagli amministratori. - In ogni caso la deliberazione di emissione deve risultare dal verbale redatto da notaio ed è depositata ed iscritta a norma dell'art. 2436.*

<sup>119</sup> Mette tuttavia conto rilevare che la dottrina prevalente, citata in nota 117, riconosceva la competenza del consiglio di amministrazione a deliberare sull'emissione di cambiali finanziarie anche prima della riforma, recata dal d.lgs. 6/2003, all'art. 2410 c.c.

capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato<sup>120</sup>.

Nonostante il d.lgs. 461/1997 abbia provveduto al riordino della disciplina tributaria dei redditi di capitale e dei redditi diversi, il divieto temporaneo di emettere cambiali finanziarie posto a carico delle banche, proprio in relazione alle proposte di revisione del trattamento fiscale delle rendite finanziarie, non è venuto meno<sup>121</sup>. Infatti, l'art. 11 della deliberazione 19 luglio 2005, nel disporre in via generale la revoca del precedente provvedimento 3 marzo 1994, fa salvo proprio l'art. 5, comma 1, disponente la preclusione, peraltro transitoria, a carico delle banche. Mette conto rilevare che tale preclusione ha per oggetto solo l'emissione di cambiali finanziarie, restando impregiudicata, per quanto riguarda il collocamento dei titoli, la normativa generale concernente gli strumenti finanziari di raccolta<sup>122</sup>.

Infine, sia la delibera Cicc 19 luglio 2005 sia le Istruzioni di vigilanza 21 marzo 2007 omettono ogni riferimento alla garanzia che deve assistere le cambiali finanziarie emesse da società non aventi titoli negoziati in un mercato regolamentato<sup>123</sup>. Tuttavia, i citati provvedimenti stabiliscono che l'identità del garante e l'ammontare della garanzia *devono*

---

<sup>120</sup> L'art. 9 della deliberazione Cicc 19 luglio 2005 statuisce, per le società finanziarie vigilate, che la Banca d'Italia può elevare il limite in parola fino al quintuplo, ove le predette società abbiano azioni quotate in mercati regolamentati e gli strumenti finanziari di raccolta siano destinati alla quotazione in mercati regolamentati.

Inoltre, agli intermediari esercenti attività diverse dalla concessione di finanziamenti sono estesi i limiti quantitativi all'emissione previsti, in generale, per le altre società, quotate o non quotate che siano (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 266). Si veda altresì supra Cap. I - Par. 3 nota 108.

<sup>121</sup> Autorevole dottrina aveva ravvisato proprio nel riordino del trattamento fiscale delle rendite finanziarie la potenziale condizione risolutiva del divieto (BASSI, *op. cit.*, p. 83). Si veda supra Cap. II - Par. 2 nota 111..

<sup>122</sup> SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 266, ove si sottolinea che l'estensione della normativa generale sul collocamento degli strumenti finanziari è determinata, a prescindere dalle indicazioni rivenienti dalla disciplina secondaria, direttamente dalla legge 43/1994, allorché considera le cambiali finanziarie come valori mobiliari per qualsiasi finalità prevista dall'ordinamento (art. 4).

<sup>123</sup> Al contrario, sia delibera Cicc 3 marzo 1994, paragrafo 2, sia le Istruzioni di vigilanza 28 giugno 1995, paragrafo 3.1., prescrivevano che le cambiali finanziarie emesse da società 'non quotate' dovessero essere assistite da garanzia, in misura non inferiore al 50% del loro valore di sottoscrizione, rilasciata da soggetti vigilati.

essere indicati sui titoli<sup>124</sup>, con ciò ingenerando dubbi interpretativi. Autorevole dottrina<sup>125</sup>, peraltro, risolve l'apparente aporia qualificando la garanzia come facoltativa in ogni caso.

#### 4. – IL REGIME DI CIRCOLAZIONE

La legge 43/1994 e la relativa normativa secondaria non richiedono che i prenditori delle cambiali finanziarie, ivi incluso il primo tra essi, rivestano alcun requisito soggettivo specifico, con ciò inducendo a ritenere che qualunque soggetto possa rendersi prenditore dello strumento finanziario in parola<sup>126</sup>.

Si riscontrano, invece, vincoli rivenienti dalla disciplina applicabile alle società emittenti: le s.r.l., unitamente alle cooperative cui si estendono le norme sulle s.r.l., possono offrire in sottoscrizione le cambiali finanziarie esclusivamente a soggetti qualificati, nella specie investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale (ex artt. 2483, comma 2 e 2526, ult. comma)<sup>127</sup>.

In virtù dell'art. 1, secondo comma, l. 43/1994, le cambiali finanziarie sono girabili esclusivamente con la clausola 'senza garanzia' o equivalenti<sup>128</sup>, ciò al fine di determinare "l'esclusione di qualsiasi responsabilità dei giranti per l'eventuale inadempimento da parte dell'emittente, in conformità alla *natura finanziaria dello strumento*, che vede nei suoi acquirenti

---

<sup>124</sup> In tal senso dispone l'art. 5, comma 2, della delibera Cicr 19 luglio 2005 e l'art. 3, sez. IV, delle Istruzioni di vigilanza 21 marzo 2007.

<sup>125</sup> SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, pp. 268s. si veda altresì *infra* Cap. III – Par. 1. *La "nuova" cambiale finanziaria fra continuità e cambiamento* ed ivi nota 9.

<sup>126</sup> SEGRETO A – CARRATO A., *op. cit.*, pp. 722; ivi si rileva, altresì, che originariamente la dottrina escludeva i fondi comuni di investimento dal novero dei soggetti abilitati ad acquisire *commercial papers*, stante il divieto di concedere finanziamenti loro imposto dall'art. 4 della l. 77/1983 (tuttavia, *contra* GIRINO – VECCHIO, *Futures, options, swaps, commercial papers*, Milano, 1988, p. 148). Tale opinione è stata normativamente superata dalle *Istruzioni di vigilanza per gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr)*, emanate in attuazione dell'art. 5, comma 5, del d.lgs. 83/1992, le quali consentono esplicitamente alle società di gestione di investire una quota non superiore al 10% del fondo in una serie di strumenti finanziari a breve termine, tra cui sono annoverate le *commercial papers* e le polizze di credito commerciale. Si veda altresì SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 270.

<sup>127</sup> Qualora i titoli di debito siano in seguito alienati a soggetti non professionali ovvero a soci della società medesima, chi li trasferisce risponde della solvenza della società emittente. Per la trattazione della disciplina concernente le s.r.l. emittenti cambiali finanziarie si veda *supra* Cap II – Par. 3 *Profili soggettivi e requisiti per l'emissione*.

<sup>128</sup> Sono considerate equivalenti clausole quali 'senza responsabilità', 'senza regresso' ed ogni altra che escluda la responsabilità del girante.



dei semplici investitori, che non possono essere chiamati a rispondere della solvibilità di chi lo emette<sup>129</sup>”.

Autorevole dottrina<sup>130</sup>, tuttavia, ritiene che la concentrazione, in capo al solo emittente, di ogni responsabilità per il pagamento del credito cartolare possa vulnerare la fiducia dei potenziali investitori nello strumento, ostacolando la formazione di un mercato secondario. Si noti, infatti, che altri strumenti di debito aventi la medesima finalità delle cambiali finanziarie, quali le accettazioni bancarie<sup>131</sup>, godono della credibilità assicurata dalla banca che accetta la cambiale su di essa tratta dall'impresa emittente, con ciò presentandosi come titoli più sicuri delle cambiali finanziarie<sup>132</sup>.

Il tenore della previsione legislativa, allorché si dispone che le cambiali finanziarie siano girabili esclusivamente con clausola 'senza garanzia', differisce da altre formule sovente impiegate dal Legislatore in materia cambiaria, quali 'si presume', 'si reputa', 'si considera' etc., attraverso le quali viene fatto salvo "un margine all'autonomia delle parti o dell'interprete sul terreno, di volta in volta, della prove, della determinazione della fattispecie o degli effetti<sup>133</sup>". Occorre, quindi, determinare quali conseguenze implichi la mancanza della clausola 'senza garanzia' prescritta dalla l. 43/1994; si possono enucleare in materia sei diverse opinioni formulate dalla dottrina.

In primo luogo, stante l'imperatività della norma che prescrive la girata esclusivamente 'senza garanzia', si è ritenuto che la mancanza di tale clausola invalidi la girata, rendendola come non apposta, analogamente a quanto avviene per l'assegno bancario

---

<sup>129</sup> SEGRETO A - CARRATO A., *op. cit.*, pp. 728, corsivo aggiunto. Occorre osservare che la dottrina, con riferimento alle cambiali ordinarie, ha posto in evidenza che la clausola 'senza garanzia' è generalmente interpretata, nella pratica commerciale, come sintomo di sfiducia del girante nella solvibilità dell'emittente (FERRARA F., *La girata della cambiale*, Roma, n. 145, p. 431). Con riferimento alla cambiale finanziaria, al contrario, la dottrina prevalente (*ex multis*, ANELLO P. - RIZZINI BISINELLI S., *op. cit.*, p. 321) ritiene tale clausola elemento incentivante la circolazione del titolo, rendendolo più facilmente negoziabile ed, al contempo, connotandolo sul piano funzionale (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L. *op. cit.*, p. 271 e CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, pp. 149s, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*).

<sup>130</sup> SPADA P., *Riv. dir. civ., cit.*, p. 506.

<sup>131</sup> Per la trattazione sistematica di tale istituto si veda *supra* Cap. I - Par. 5. *Relazioni tra cambiale finanziaria e altri strumenti di debito per il finanziamento delle società; profili comparatistici*.

<sup>132</sup> Tuttavia, per quanto concerne le cambiali finanziarie, mette conto rilevare che "la garanzia del credito, per quanto limitata, viene comunque recuperata attraverso la copertura del rischio da inadempimento da parte di imprese assicurative, secondo le modalità da determinarsi ad opera dell'Isvap, in forza di apposito regolamento 8art. 5, l. n. 43/1994" (CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 149, in FAUCEGLIA G.(a cura di), *op. cit.*).

<sup>133</sup> SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 271.

emesso con la clausola 'non trasferibile', le cui girate apposte nonostante il divieto si hanno per non scritte (art. 43, comma 1, l.a.).

Secondo altra opinione<sup>134</sup>, l'apposizione della girata senza la clausola in esame, anche ammessa la non qualificabilità della girata in senso cambiario<sup>135</sup>, rende manifesta una volontà traslativa sottostante, sicché la girata costituirebbe, sul piano della mera *res facti*, prova dell'avvenuta cessione<sup>136</sup>.

In terzo luogo, autorevole dottrina<sup>137</sup> discerne tra gli effetti che la mancata apposizione della clausola 'senza garanzia' determina verso il giratario, il quale non risulta più legittimato nelle forme prescritte dalla legge ad esigere la prestazione dedotta nel titolo (*ex art. 1992, primo comma, c.c.*)<sup>138</sup>, e gli effetti che il difetto di tale clausola produce nei rapporti interni tra girante e giratario, implicando la responsabilità cambiaria di regresso del primo nei confronti del secondo<sup>139</sup>.

Una quarta opinione<sup>140</sup> fa invece salva l'efficacia della girata che difetta della clausola 'senza garanzia', sanzionandone su un piano diverso da quello cambiario la mancata apposizione. Si sostiene, infatti, che "la disciplina della cambiale finanziaria come documento cambiario *consiste e si esaurisce* in un regime tributario differenziato", per cui la mancata apposizione della clausola in esame determina la decadenza da tale regime tributario, in

<sup>134</sup> PARTESOTTI G., *Il trasferimento della cambiale*, Padova 1977, pp. 184ss; in seguito, anche in Aa.Vv., *Diritto Commerciale*, Bologna, 1993, p. 890 e *Lezioni sui titoli di credito, cit.*, pp. 54s).

<sup>135</sup> SEGRETO A - CARRATO A., *op. cit.*, pp. 728

<sup>136</sup> La citata dottrina argomenta in tal senso a partire da quanto previsto per la 'girata tardiva' ad opera dell'art. 24, comma 1, l.c., ove si statuisce che *la girata fatta posteriormente al protesto per mancato pagamento o dopo spirato il termine per levare protesto, produce solo gli effetti di una cessione ordinaria*.

Si può tuttavia osservare che, nell'ipotesi di cambiale finanziaria girata senza l'apposizione della clausola in esame, il girante non ha voluto una cessione, ma solo una girata (SEGRETO A - CARRATO A., *op. cit.*, p. 729). Di conseguenza, data la mancanza di una norma che assegni alla girata difettante la clausola 'senza garanzia' gli effetti della cessione, non si possono estendere a tale fattispecie gli effetti che si producono per la 'girata tardiva' proprio in forza di una specifica previsione normativa.

<sup>137</sup> MARTORANO F., *op. ult. cit.*, pp. 140s.

<sup>138</sup> Tale effetto deriva dalla considerazione secondo cui la girata priva della clausola in esame determina l'interruzione della serie continua di girate, il giratario, di conseguenza, non risulta più legittimato cartolarmente.

<sup>139</sup> Si fa tuttavia osservare che tale ricostruzione pone i maggiori inconvenienti in capo al giratario, il quale perde la legittimazione alla prestazione, mentre la responsabilità per il difetto della clausola grava sul girante (BASSI, *op. cit.*, p. 85).

<sup>140</sup> SPADA P., *Riv. dir. civ., cit.*, p. 505 e ID., *Cambiale finanziaria, cit.*, p. 264.

particolare dall'agevolazione prevista per l'imposta di bollo, con conseguente perdita dell'efficacia di titolo esecutivo della cambiale<sup>141</sup>.

Un'ulteriore dottrina<sup>142</sup> rileva come l'assenza di responsabilità dei giranti per il pagamento del titolo costituisca un tratto marcante l'istituto cambiale finanziaria, sicché l'omissione della clausola in commento non può in alcun caso comportare la reviviscenza di tale responsabilità. Di conseguenza, secondo l'opinione in discorso, la girata priva della clausola 'senza garanzia' si converte *ex lege*, in modo *automatico ed ineliminabile*<sup>143</sup>, in girata senza garanzia<sup>144</sup>.

Considerando che la norma in esame *non esenta alcun girante dall'inserimento della clausola 'senza garanzia' né lascia spazio all'autonomia privata sul punto*<sup>145</sup>, autorevole dottrina<sup>146</sup> ritiene che si versi in un'ipotesi di norma imperativa ai sensi dell'art. 1418, primo comma, c.c.<sup>147</sup>. La circolazione della cambiale finanziaria, tuttavia, secondo un'opinione che si ritiene doversi condividere, rientra nella fattispecie della *nullità parziale*, in quanto "la nullità della girata 'piena' (o se si vuole con la clausola implicita 'con garanzia') non comporta la nullità della girata, poiché, a norma dell'art. 1419, 2° c., c.c.<sup>148</sup>, la clausola nulla è sostituita di diritto da quella imposta con norma imperativa<sup>149</sup>".

## 5. – LA CAMBIALE FINANZIARIA COME STRUMENTO FINANZIARIO. LA TUTELA DEL PUBBLICO RISPARMIO PRIMA DELLA RIFORMA

---

<sup>141</sup> SPADA P., *Riv. dir. civ., cit.*, p. 505, corsivi aggiunti; *contra* BASSI, *ibidem* e SEGRETO A – CARRATO A., *op. cit.*, p. 730, ove si obietta che "la soluzione del problema appare riduttiva, poiché limita la questione alla sola efficacia di titolo esecutivo della cambiale, mentre la norma impone che la girata sia effettuata con la clausola 'senza garanzia', quindi la mancanza di detta clausola dovrebbe produrre effetti prima di tutto sulla validità della girata".

<sup>142</sup> RIGHINI E., *op. cit.*, pp. 530s

<sup>143</sup> BASSI A., *ibidem*.

<sup>144</sup> Si evidenzia tuttavia che tale effetto richiederebbe una specifica norma di conversione, che nella fattispecie non esiste (URBANI, *op. cit.*, p. 244).

<sup>145</sup> SEGRETO A – CARRATO A., *op. cit.*, pp. 730s.

<sup>146</sup> Accedono all'opinione indicata nel testo, oltre che SEGRETO A – CARRATO A., *ibidem*, BASSI, *op. cit.*, p. 85 e CAMPOBASSO G.F., *La cambiale*, Milano, 1988, p. 11 n°6. *Contra* MARTORANO F., *op. ult. cit.*, p. 140.

<sup>147</sup> A tenore del quale: *Il contratto è nullo quando è contrario a norme imperative, salvo che la legge disponga diversamente.*

<sup>148</sup> Tale norma dispone: *La nullità di singole clausole non importa la nullità del contratto, quando le clausole nulle sono sostituite di diritto da norme imperative.*

<sup>149</sup> SEGRETO A – CARRATO A., *op. cit.*, p. 731.

La qualificazione delle cambiali finanziarie come valori mobiliari, stabilita dall'art. 4 della legge 43/1994<sup>150</sup>, ne implica la sussunzione entro il *genus* degli strumenti finanziari<sup>151</sup>.

Tale appartenenza comporta, anzitutto, che l'attività di intermediazione tra emittente e prenditore di cambiali finanziarie, destinate al pubblico dei risparmiatori, è riservata alle imprese di investimento ed alle banche, a norma dell'art. 18, primo comma<sup>152</sup>, Tuf. Occorre osservare che la riserva di legge, stabilita a favore di banche, Sim<sup>153</sup> ed Sgr<sup>154</sup>, copre solo

---

<sup>150</sup> Tale norma statuisce: *Le cambiali finanziarie sono considerate valori mobiliari per qualsiasi finalità prevista dall'ordinamento.*

Per quanto concerne il confronto tra la formulazione letterale della norma citata e quella dell'art. 1, secondo comma, a tenore del quale le cambiali finanziarie sono *equiparate* a cambiali ordinarie, si veda *supra* Cap. I - Par. 2 nota 28.

<sup>151</sup> Anche in precedenza al d.lgs. 164/2007, il quale ha riformato l'art. 1 Tuf, statuendo nel comma secondo che per strumenti finanziari si intendono, *inter alia*, i valori mobiliari, la dottrina più attenta era giunta alle medesime conclusioni. Infatti, SALAMONE L., *Riv. dir. comm.*, 98, I, p. 713 e pp. 721ss, ha posto in evidenza che escludere le cambiali finanziarie dal novero degli strumenti finanziari avrebbe prodotto la conseguenza incongrua di sottrarre la negoziazione dei titoli in parola proprio alle società di gestione del risparmio (Sgr) ed alle società di intermediazione mobiliare (Sim), stante l'obbligo di esclusività dell'oggetto sociale su di loro gravante.

Autorevole dottrina rileva, tuttavia, che la prestazione di servizi d'investimento aventi per oggetto le cambiali finanziarie sarebbe rientrata comunque nell'ambito delle 'altre attività' esercitabili da Sim e Sgr, sulla base, rispettivamente, degli artt. 18, comma 4 e 33, comma 2, lett. c) Tuf. (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 283).

Un ulteriore argomento, nel senso della qualificazione delle cambiali finanziarie come strumenti finanziari, si ricava dall'interpretazione dell'art. 4 l. 43/1994 quale disposizione che ha lo scopo di rinviare ad un *corpus* normativo volto a disciplinare il mercato delle cambiali finanziarie (SALAMONE L. *Riv. dir. comm.*, *cit.*, pp. 723s). Tale *corpus* normativo si rinviene proprio nel testo unico della finanza, la cui disciplina è estesa alle cambiali finanziarie attraverso l'art. 4 della legge in commento.

Per la trattazione sistematica della cambiale finanziaria quale valore mobiliare si veda *supra* Cap. I - Par. 3 *La cambiale finanziaria quale valore mobiliare.*

<sup>152</sup> Tale norma dispone: *L'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento è riservato alle imprese di investimento e alle banche.*

<sup>153</sup> Per società di intermediazione mobiliare (Sim) si intende, a norma dell'art. 1, comma 1, lett. e), Tuf: *l'impresa, diversa dalle banche e dagli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 del T.U. bancario, autorizzata a svolgere servizi o attività di investimento, avente sede legale e direzione generale in Italia.*

Mette conto osservare che a norma dell'articolo 1, comma 1, lett. h), costituiscono imprese di investimento, ed hanno dunque facoltà di intermediare tra emittente e prenditori di cambiali finanziarie, anche le imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie, definite come imprese, diverse dalle banche, autorizzate a svolgere servizi o attività di investimento, aventi sede legale e direzione generale rispettivamente in uno Stato comunitario, diverso dall'Italia, oppure in uno Stato extracomunitario - art. 1, comma 1, lett. f) e g).

<sup>154</sup> Per società di gestione del risparmio (Sgr) si intende, a norma dell'art. 1, comma 1, lett. o) Tuf: *La società per azioni con sede legale e direzione generale in Italia autorizzata a prestare il servizio di gestione accentrata del risparmio.*

l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dell'attività di intermediazione<sup>155</sup>, restando dunque esclusa la c.d. *negoziazione occasionale*, la quale si verifica nelle operazioni di mercato primario, in ipotesi di emissione o collocamento diretto delle cambiali finanziarie<sup>156</sup>.

La riconduzione delle cambiali finanziarie nel novero degli strumenti finanziari implica altresì l'applicabilità delle norme concernenti la dematerializzazione, di cui al d.lgs. 24 giugno 1998, n. 213<sup>157</sup>. A tal fine, occorre distinguere<sup>158</sup> tra (i) *dematerializzazione obbligatoria legale*, avente per oggetto titoli negoziati o destinati alla negoziazione sui mercati regolamentati, ex art. 28, comma 1, d.lgs. 213/1998; (ii) *dematerializzazione obbligatoria regolamentare*, allorché la Consob ritenesse tale regime rilevante in funzione della diffusione tra il pubblico delle cambiali finanziarie; (iii) *dematerializzazione facoltativa*, che determina la volontaria immissione in gestione accentrata, ritenendosi comunque tale facoltà condizionata alla diffusione dei titoli tra il pubblico<sup>159</sup>.

Inoltre, le cambiali finanziarie, in qualità di valori mobiliari e di titoli idonei a raccogliere il pubblico risparmio, rientrano nell'ambito di applicazione delle disposizioni concernenti l'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita<sup>160</sup>. Infatti, l'art. 93 *bis*, primo

---

<sup>155</sup> Per quanto afferisce, invece, al riconoscimento della facoltà di emettere cambiali finanziarie, mette conto segnalare che originariamente si escludeva che le società di intermediazione mobiliare potessero emettere il titolo in esame, in virtù dell'art. 2, comma 3, della l. 1/1991, il quale aveva limitato l'ambito di attività di tali società esclusivamente all'intermediazione (fatta salva la facoltà di emettere obbligazioni, ex art. 2, comma 6, l. 1/1991).

La situazione è mutata a seguito delle modifiche apportate dal d.lgs. 6/2003 al quarto comma dell'art. 11 Tub, con l'obiettivo di ampliare il novero delle società e degli strumenti idonei a raccogliere risparmio tra il pubblico. La Relazione accompagnatoria a tale decreto illustra, altresì, che *la sottoposizione a forme di vigilanza prudenziale di determinate categorie di intermediari (es. Sim e intermediari finanziari iscritti nell'elenco dell'art. 107 del Testo Unico bancario) giustifica l'estensione delle loro possibilità di raccolta; a tale scopo risponde la modifica proposta con l'introduzione della lettera d-bis*.

Da ultimo, le modifiche recate da d.lgs. 37/2004 all'art. 11 Tub hanno reso palese che "le uniche limitazioni alla raccolta da parte di intermediari finanziari non bancari sono esplicitamente correlate alla necessità di tutelare la riserva di attività bancaria, sicché l'intervento regolamentare del Cnr è previsto soltanto per la raccolta effettuata da soggetti che esercitano nei confronti del pubblico attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma" (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, pp. 283ss).

<sup>156</sup> SALAMONE L., *Riv. dir. comm., cit.*, pp. 723s.

<sup>157</sup> Per quanto riguarda la normativa secondaria, si indica il Reg. Consob 23 dicembre 1998, n. 11768, modificato più volte ed in seguito sostituito dalla deliberazione 29 ottobre 2007, n. 16191.

<sup>158</sup> La ricostruzione del regime di dematerializzazione delle cambiali finanziarie si deve a SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 285.

<sup>159</sup> PARTESOTTI G., *Lezioni, cit.*, p. 128.

<sup>160</sup> L'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita è disciplinata dal Capo I, Titolo II (*Appello al pubblico risparmio*), Parte IV (*Disciplina degli emittenti*), del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.

comma, Tuf stabilisce, nell'elencare le definizioni propedeutiche all'applicazione della disciplina, che per 'strumenti finanziari comunitari' si intendono, oltre che le quote di fondi chiusi, i valori mobiliari, quali le cambiali finanziarie sono ai sensi dell'art. 4 l. 43/1994.

Di conseguenza, coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico di cambiali finanziarie, oltre che di prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari<sup>161</sup>, sono tenuti a pubblicare preventivamente un prospetto<sup>162</sup>. Qualora si tratti di offerte aventi per oggetto strumenti finanziari comunitari nelle quali l'Italia è lo Stato membro di origine, gli emittenti sono tenuti a dare preventiva comunicazione dell'offerta alla Consob, allegando il prospetto destinato alla pubblicazione, che non può comunque essere pubblicato finché non sia approvato dalla Consob medesima<sup>163</sup>.

Poiché le cambiali finanziarie costituiscono strumenti idonei a coinvolgere il pubblico dei risparmiatori, il testo unico finanziario predispone un *corpus* di norme volto a tutelare l'affidamento dei risparmiatori. Per quanto concerne la disciplina del prospetto, l'art. 94, comma 8, Tuf, stabilisce che l'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto. Tuttavia, tale responsabilità è esclusa allorché il soggetto ritenuto responsabile raggiunga la prova di aver adottato ogni diligenza, allo scopo di assicurare che

---

<sup>161</sup> Per 'offerta al pubblico di prodotti finanziari' si intende, alla stregua dell'art. 1, comma 1, lett. t), Tuf: *ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati.*

<sup>162</sup> L'art. 94, comma 2, Tuf dispone che *Il prospetto contiene, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti.* Il prospetto contiene altresì una nota di sintesi la quale, concisamente e con linguaggio non tecnico, fornisce le informazioni chiave nella lingua in cui il prospetto è stato in origine redatto. Il formato e il contenuto della nota di sintesi forniscono, unitamente al prospetto, informazioni adeguate circa le caratteristiche fondamentali dei prodotti finanziari che aiutino gli investitori al momento di valutare se investire in tali prodotti [Il periodo non in corsivo è stato così sostituito dall'art. 1 del d.lgs. n. 184 dell'11-10-2012].

<sup>163</sup> Secondo l'art. 94 *bis* Tuf, ai fini dell'approvazione la Consob verifica la completezza del prospetto, ivi incluse la coerenza e la comprensibilità delle informazioni fornite. Inoltre, la Consob approva il prospetto nei termini e secondo le modalità e le procedure da essa stabiliti con regolamento, conformemente alle disposizioni comunitarie. *La mancata decisione da parte della Consob nei termini previsti non costituisce approvazione del prospetto.*

le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso<sup>164</sup>.

Inoltre, le azioni risarcitorie devono essere esercitate nel termine di cinque anni dalla pubblicazione del prospetto, fuorché l'investitore provi di aver scoperto le falsità delle informazioni o le omissioni nei due anni precedenti l'esercizio dell'azione.

Mette conto rilevare che il Regolamento Consob c.d. emittenti, nel testo risultante dalla deliberazione 29 novembre 2005, n. 1532, dichiarava inapplicabili le disposizioni contenute nel Titolo II, Parte IV, Tuf alle sollecitazioni, *inter alia*, aventi per oggetto prodotti finanziari di valore nominale unitario minimo di almeno 50.000 euro. Considerato che, sulla base delle Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia 21 marzo 2007, le cambiali finanziarie hanno un valore nominale unitario non inferiore a euro 50.000<sup>165</sup>, i titoli in esame, nonostante la loro qualificazione come valori mobiliari, erano sottratti alla disciplina concernente l'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita<sup>166</sup>.

In seguito, la modifica apportata al cosiddetto Regolamento emittenti dalla deliberazione numero 18079/2012 ha, tuttavia, stabilito che alle offerte *aventi ad oggetto prodotti finanziari (...) di corrispettivo totale di almeno 100.000 euro per investitore e per ogni offerta separata e avente ad oggetto prodotti finanziari (...) di valore nominale unitario minimo di almeno 100.000 euro* non sono applicate le prescrizioni in materia di prospetto, innalzando la soglia al di sopra del valore unitario minimo fissato per le cambiali finanziarie dalla normativa secondaria.

Una funzione affine a quella adempiuta dal prospetto era esercitata, in origine, dalle norme del testo unico bancario concernenti la trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti. L'art. 115 Tub, mentre stabilisce che le norme sulla trasparenza si

---

<sup>164</sup> Si noti tuttavia che, a norma del comma 9, la responsabilità per informazioni false o per 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 diligenza prevista dal comma precedente. Inoltre, a norma del comma 10, sulla base della novella recata dal d.lgs. 184/2012, *nessuno può essere ritenuto civilmente responsabile esclusivamente in base alla nota di sintesi, comprese le eventuali traduzioni, salvo che la nota di sintesi risulti fuorviante, imprecisa o incoerente se letta insieme ad altre parti del prospetto oppure che essa, quando viene letta insieme con altre parti del prospetto, non contenga informazioni chiave che aiutino gli investitori nel valutare se investire nei prodotti finanziari offerti. La nota di sintesi contiene inoltre una chiara avvertenza a tale riguardo.*

<sup>165</sup> Così dispone l'art. 3, secondo comma, Sez. IV, Cap. 2, Tit IX, delle citate Istruzioni di vigilanza. Per la trattazione di tale requisito si veda *supra* nota 94.

<sup>166</sup> CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale*<sup>4</sup>, 3, a cura di CAMPOBASSO M., Torino, 2008, p. 307n<sup>83</sup> citato da SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 283. Si veda altresì *supra* Cap. I – Par. 3 nota 82.

applicano alle attività svolte nel territorio della Repubblica dalle banche e dagli intermediari finanziari, attribuisce al Ministro dell'economia e delle finanze la facoltà di individuare, in considerazione dell'attività svolta, altri soggetti da sottoporre alle norme disciplinanti la trasparenza delle operazioni finanziarie.

Di conseguenza, la deliberazione Cicr 3 marzo 1994, attuativa della l. 43/1994, demanda al Ministro del tesoro di determinare, su proposta della Banca d'Italia e sentita la Consob, le caratteristiche delle cambiali finanziarie<sup>167</sup>. Il decreto del Ministro del Tesoro 7 ottobre 1994 estende ai soggetti che effettuano raccolta del risparmio tra il pubblico e presso i soci le norme sulla trasparenza delle condizioni contrattuali previste dal titolo VI, capo I, del testo unico bancario<sup>168</sup>.

Parallelamente all'intervento ministeriale, la Banca d'Italia si è avvalsa dei poteri conferitile dall'art. 117, comma 8, Tuf, in virtù del quale l'Istituto di emissione può stabilire che determinati contratti o titoli, individuati attraverso una particolare denominazione o sulla base di specifici criteri qualificativi, abbiano un contenuto tipico determinato.

Le Istruzioni di vigilanza 28 giugno 1995 prevedono, pertanto, obblighi di trasparenza a carico dei soggetti che raccolgono direttamente risparmio tra il pubblico<sup>169</sup>, i quali sono tenuti a mettere a disposizione, nei locali ove svolgono tale attività, fogli informativi analitici, il cui contenuto strutturale è indicato nel paragrafo 4.1 delle medesime Istruzioni<sup>170</sup>. Il

---

<sup>167</sup> Così dispone l'art. 2, ultimo paragrafo, della delibera in parola. Per l'analisi sistematica delle fonti normative si rinvia *supra* al primo paragrafo di questo capitolo.

Occorre rilevare che, in seguito all'introduzione dell'istituto cambiale finanziaria, autorevole dottrina aveva palesato le proprie preoccupazioni concernenti la non applicabilità, in mancanza di decreto ministeriale, della disciplina sulla trasparenza a quei soggetti che, diversi dalle banche e dagli intermediari finanziari, non sono sottoposti ad un generale potere di vigilanza delle Autorità pubbliche e dunque presentano più pressanti esigenze di tutela della trasparenza (MASI P., *Banca, borsa, tit. cred.* 94, I, p. 589).

Altra dottrina (BASSI A., *op. cit.*, p. 85s), tuttavia, evidenzia che la natura cambiaria del titolo assicura una tutela del risparmiatore più profonda della normativa sulla trasparenza, "ad esempio escludendo in radice la possibilità di modifiche unilaterali di condizioni esplicitate nel documento, *in primis*, l'indicazione dei proventi" (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 273).

<sup>168</sup> Decreto del Ministro del tesoro 7 ottobre 1994 - art. 2, per il testo del quale si veda *supra* nota 10.

<sup>169</sup> Le Istruzioni di vigilanza precisano che la disciplina concernente gli obblighi di trasparenza si applica ai soggetti diversi dalle banche e dalle società finanziarie che nelle operazioni di collocamento delle obbligazioni, certificati di investimento e cambiali finanziarie non si avvalgono di intermediari specializzati.

<sup>170</sup> Paragrafo 4.1 - Fogli informativi analitici. - *I fogli informativi analitici contengono dettagliate informazioni sul tasso annuo nominale di interesse e sul tasso annuo di rendimento effettivo al lordo e al netto della ritenuta fiscale, sul prezzo e su ogni altro onere o condizione economica relativa alle emissioni offerte. - Per tutte le operazioni è specificato se per il calcolo degli interessi si fa riferimento all'anno civile ovvero a quello*



provvedimento della Banca d'Italia specifica, altresì, che gli annunci pubblicitari e le offerte, effettuati con qualsiasi mezzo dai soggetti che raccolgono risparmio tra il pubblico, devono contenere, anche mediante il rinvio ai fogli analitici, le informazioni sui tassi d'interessi, di rendimento e sulle altre condizioni richieste dalle Istruzioni di vigilanza.

Tuttavia, le Istruzioni di vigilanza per le banche, come modificate in data 21 marzo 2007, difettano di ogni riferimento alla disciplina sulla trasparenza, non constando più sia del richiamo all'art. 117, comma 8<sup>171</sup>, tra le fonti normative, sia dei paragrafi che nella precedente versione disciplinavano gli adempimenti prescritti in caso di raccolta del risparmio tra il pubblico mediante l'emissione di cambiali finanziarie<sup>172</sup>.

Inoltre, la deliberazione Ccir 19 luglio 2005 ha sostituito il precedente provvedimento del 3 marzo 1994, revocando, *inter alia*, anche il decreto ministeriale 7 ottobre 1994, mediante il quale le norme sulla trasparenza erano state estese alle operazioni di raccolta del risparmio tra il pubblico e presso i soci. Ciò ha per conseguenza che le norme di cui al titolo VI del Tub, disciplinanti la trasparenza delle condizioni contrattuali, non trovano più applicazione con riferimento all'emissione di cambiali finanziarie<sup>173</sup>.

La normativa secondaria ha determinato, dunque, l'omissione di qualsiasi tutela di ordine informativo a beneficio dei risparmiatori, che non fosse implicita nell'elevato taglio

---

*commerciale. – Per le emissioni a tasso variabile, i rendimenti sono calcolati secondo il criteri di indicizzazione previsto applicando gli ultimi valori assunti dai parametri di riferimento e ipotizzando la costanza dei parametri medesimi. – Tali fogli possono essere prodotti avvalendosi di procedure elettroniche e una loro copia è conservata per cinque anni agli atti; essi non costituiscono offerta al pubblico a norma dell'art. 1336 del codice civile.*

<sup>171</sup> Per quanto concerne le implicazioni dell'omissione di tale richiamo si veda *supra* Cap. II - Par. 2 *Connotati del titolo*.

<sup>172</sup> SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, pp. 273s.

<sup>173</sup> Autorevole dottrina (SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 274) individua due cause alla base dell'attuale assetto disciplinare.

La prima, di ordine formale, si incentra sulla revoca, ad opera della delibera Circ 19 luglio 2005, del d.m. 7 ottobre 1994. Tale semplificazione, realizzata attraverso l'espunzione del provvedimento ministeriale 'intermedio', ha prodotto il venir meno del presupposto normativo sulla cui base la Banca d'Italia aveva inserito, nelle Istruzioni del 1995, le norme sulla trasparenza, le quali sono state conseguentemente eliminate dall'aggiornamento del 2007 alle medesime Istruzioni di vigilanza.

La motivazione di ordine sostanziale consiste nella riconduzione delle cambiali finanziarie alla disciplina concernente l'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita, per cui gli adempimenti imposti dalla normativa bancaria sarebbero sostituiti dalla disciplina sul prospetto d'offerta, evitando di conseguenza gli oneri, anche economici, conseguenti alla duplicazione degli obblighi informativi.

È appena il caso di menzionare che, in virtù della modifica apportata dalla deliberazione Consob. n. 15232 del 29 novembre 2005 al regolamento c.d. emittenti, le cambiali finanziarie erano sottratte all'obbligo di pubblicazione del prospetto, obbligo di nuovo applicabile a tali titoli in virtù della deliberazione Consob numero 18079/2012. (Per quanto concerne le norme poste dalle deliberazioni citate si rimanda *supra* Cap. II - Par. 3).

minimo unitario delle cambiali finanziarie. Infatti, come indicato *supra*, la disciplina in materia di prospetto dettata dal testo unico finanziario è stata dichiarata inapplicabile, in virtù della delibera Consob 19 novembre 2005, ai titoli aventi valore nominale unitario minimo di almeno 50mila euro, quali le cambiali finanziarie sono obbligatoriamente sulla base delle citate Istruzioni di vigilanza del 2007. Solo in seguito alla modifica recata nel 2012 al Regolamento emittenti, la quale ha comportato l'innalzamento della valore minimo unitario per l'esenzione a 100mila euro, le cambiali finanziarie sono state di nuovo soggette agli obblighi informativi in materia di prospetto.

Inoltre, la riconduzione delle cambiali finanziarie al *genus* strumento finanziario implica l'applicabilità, qualora i titoli in esame siano negoziati in mercati regolamentati, della disciplina concernente l'abuso di informazioni privilegiate (art. 184 Tuf) e l'aggiotaggio (art. 2637 c.c.)<sup>174</sup>.

Alle cambiali finanziarie si estende, infine, la disciplina prevista dall'art. 129 Tub<sup>175</sup>, in virtù del quale la Banca d'Italia, *al fine di acquisire elementi conoscitivi sull'evoluzione dei prodotti e dei mercati finanziari*, può chiedere a chi emette od offre strumenti finanziari segnalazioni periodiche, dati e informazioni a carattere consuntivo. Mette conto segnalare che tale norma, prima della sostituzione ad opera del d.lgs. 303/2006, comportava l'obbligo di comunicazione preventiva alla Banca d'Italia delle emissioni od offerte di strumenti finanziari, fornendo altresì l'Organo di vigilanza del potere di differire o vietare l'operazione<sup>176</sup>.

## 6. – VANTAGGI ECONOMICI DELL'INVESTIMENTO NELLA CAMBIALE FINANZIARIA

Al fine di incrementare l'appetibilità dell'istituto cambiale finanziaria, la legge 43/1994 ha predisposto un sistema di incentivi fiscali, concernenti l'imposizione sia diretta che indiretta<sup>177</sup>.

---

<sup>174</sup> SALAMONE L., *Riv. dir. comm., cit.*, pp. 732s

<sup>175</sup> Per il testo della norma citata si veda *supra* Cap. I – Par 3. Nota 85.

<sup>176</sup> SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 286.

<sup>177</sup> L'incidenza della leva fiscale con riferimento al successo degli strumenti d'indebitamento è unanimemente evidenziata dalla dottrina, soprattutto con riferimento all'esperienza delle accettazioni bancarie e delle polizze di credito commerciale (SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, pp. 247ss). Autorevole dottrina evidenzia altresì la delicatezza dell'equilibrio tra i vincoli del bilancio

Con riferimento al prelievo indiretto, la legge 43/1994 estende alle cambiali finanziarie il regime sull'imposta di bollo proprio delle accettazioni bancarie, il quale comporta l'imposta proporzionale dello 0,1 per mille, anziché quella del 12 per mille applicabile in generale ai titoli di credito<sup>178</sup>. A tal proposito, occorre rilevare che, secondo la dottrina prevalente<sup>179</sup>, le cambiali finanziarie beneficiano del trattamento fiscale di favore a condizione che constino dei requisiti indicati dal d.m. 20 agosto 1992<sup>180</sup>, analogamente a quanto disposto per le accettazioni bancarie.

Inoltre, il mancato o irregolare pagamento dell'imposta di bollo cagiona, come stabilito dall'art. 104 della legge cambiaria<sup>181</sup>, l'inefficacia della cambiale finanziaria quale titolo esecutivo.

Per quanto concerne l'imposta sul valore aggiunto, la legge 43/1994 estende alle cambiali finanziarie il regime previsto per i prestiti obbligazionari<sup>182</sup>; di conseguenza, l'emissione e il collocamento dei titoli in esame sono *esclusi*<sup>183</sup> dall'applicazione dell'imposta, mentre le successive negoziazioni ne vanno semplicemente *esenti*<sup>184</sup>.

---

pubblico e l'agevolazione del ricorso al risparmio privato da parte delle imprese (TROIANO V., *Le polizze di credito commerciale*, Bari, 1994, p. 74).

<sup>178</sup> L'art. 2, primo comma, della l. 43/1994 dispone: - 1. *Nella parte I della tariffa di cui all'allegato A al decreto del Presidente della Repubblica 26 ottobre 1972, n. 642, come sostituita dal decreto del Ministro delle finanze 20 agosto 1992, pubblicato nel supplemento ordinario della Gazzetta Ufficiale n. 196 del 21 agosto 1992, all'articolo 6, numero 4 degli atti soggetti ad imposta, dopo le parole: 'non superiore a 12 mesi', sono inserite le seguenti 'nonché cambiali finanziarie'.*

<sup>179</sup> SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, pp. 276s e SPADA P., *Riv. dir. civ., cit.*, p. 505.

<sup>180</sup> Tali requisiti, stabiliti dall'art. 6, n. 4, del citato decreto, consistono nella scadenza non superiore a dodici mesi, nell'indicazione dei proventi in qualunque forma pattuiti, nella girabilità solo con la clausola 'senza garanzia'.

<sup>181</sup> Il primo comma di tale articolo dispone: *La validità della cambiale e del vaglia cambiario, compresi quelli a vista o a certo tempo vista, non è subordinata all'osservanza delle disposizioni della legge sul bollo. Essi tuttavia, se non siano stati regolarmente bollati originariamente, o nel tempo prescritto dalla legge, non hanno la qualità di titolo esecutivo.*

<sup>182</sup> L'art. 2, secondo comma, della l. 43/1994 dispone: - 2. *Ai fini dell'imposta sul valore aggiunto le operazioni relative alle cambiali finanziarie di cui all'art. 1 sono assoggettate al regime previsto per i prestiti obbligazionari.*

<sup>183</sup> L'esclusione dell'emissione e del collocamento dei prestiti obbligazionari, ed in conseguenza delle cambiali finanziarie, dall'applicazione dell'Iva è sancita dall'art. 3, comma 4, lett. b) ed f) del d.p.r. 633/1972.

<sup>184</sup> L'esenzione delle negoziazioni successive al collocamento, con le connesse prestazioni di mandato, mediazione e intermediazione, dall'imposta sul valore aggiunto è sancita dall'art. 10, nn. 4 e 9, d.p.r. 633/1972 (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 277).

Alle cambiali finanziarie è riservato un trattamento fiscale di favore anche con riferimento all'imposizione diretta. A tal proposito, l'art. 3 della l. 43/1994<sup>185</sup> applicava agli strumenti in parola il medesimo regime previsto per le accettazioni bancarie, assoggettando i proventi indicati sui titoli a ritenuta del 15%, anziché del 30%, a titolo di imposta per i soggetti Irpef (persone ed enti non commerciali) ed a titolo di acconto per i titolari di reddito d'impresa<sup>186</sup>. Inoltre, l'art. 3 citato indicava espressamente negli emittenti i sostituti d'imposta, mentre qualificava, sia pure *incidenter tantum*, i proventi delle cambiali finanziarie quali redditi di capitale<sup>187</sup>.

La norma in esame è stata abrogata dall'art. 16, primo comma, lett *m*), del d.lgs. 461/1997, recante il riordino della disciplina tributaria dei redditi di capitale e dei redditi diversi. Invero, la nuova normativa ha rafforzato il *favor iuris* accordato alle cambiali finanziarie, le quali, a decorrere dal 1° luglio 1998, sono oggetto di una ritenuta del 12,50%, la medesima prevista per le obbligazioni ed i titoli simili con scadenza non inferiore a diciotto mesi<sup>188</sup>. Di conseguenza, le cambiali finanziarie, ancorché siano emesse con una durata massima di dodici mesi<sup>189</sup>, beneficiano del regime tributario di titoli a medio termine, essendo in generale prevista per le obbligazioni e titoli simili, aventi scadenza pari o inferiore ai diciotto mesi, una ritenuta del 27%.

---

<sup>185</sup> Tale norma statuiva: *Le società, gli enti e le imprese che emettono le cambiali finanziarie di cui all'art. 1 devono operare, all'atto del pagamento, la ritenuta di cui all'art. 1, terzo comma, del decreto-legge 2 ottobre 1981, n. 546, convertito, con modificazioni, dalla l. 1° dicembre 1981, n. 692, sui proventi indicati sulle cambiali finanziarie stesse.*

L'art. 3 della l. 43/1994 rivestiva portata sistematica, essendo l'unica norma di rango primario ad individuare - seppur genericamente - il novero delle imprese abilitate ad emettere cambiali finanziarie.

<sup>186</sup> SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *ibidem*.

<sup>187</sup> Masi P., *Banca borsa, tit. cred. cit.*, p. 590

<sup>188</sup> Così dispone il novellato art. 26, comma primo, del d.p.r. 600/1973.

<sup>189</sup> Tuttavia, in virtù del d.l. 83/2012, la durata massima delle cambiali finanziarie è stata portata a trentasei mesi dalla data di emissione.

CAPITOLO TERZO

LA “NUOVA” CAMBIALE FINANZIARIA  
INTRODOTTA CON D.L. 83/2012

1. – LA “NUOVA” CAMBIALE FINANZIARIA FRA CONTINUITÀ E CAMBIAMENTO

La legge 13 gennaio 1994, n. 43 ha dato luogo, sin dall’anno successivo alla sua promulgazione<sup>1</sup>, ad un’ampia serie di progetti di legge volti a modificarne la disciplina. L’esame dei tentativi di riforma mostra come l’attenzione del Legislatore si sia costantemente incentrata sui medesimi aspetti della normativa, al fine di dare risposta alle criticità rilevate da operatori economici e dottrina<sup>2</sup>.

L’introduzione delle cambiali finanziarie, nonostante le intenzioni del Legislatore, non ha offerto alle piccole e medie imprese un canale di finanziamento alternativo all’intermediazione bancaria<sup>3</sup>. Infatti, l’emissione di cambiali finanziarie si è configurata, nella prassi, quale prerogativa pressoché esclusiva di grandi imprese, raggiungendo peraltro un volume complessivo ampiamente inferiore a quello atteso<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Risale già al 1995 il primo tentativo di riformare la legge 43/1994. Il disegno di legge n. 1419/1995 fu depositato al Senato della Repubblica proprio al fine di introdurre “Nuove norme sulla disciplina delle cambiali finanziarie”.

D’altronde, profonde divergenze erano già emerse nel corso dell’iter parlamentare della l. 43/1994, il cui testo definitivo differisce notevolmente dall’originario progetto approvato in prima lettura dalla Camera dei deputati. Si veda, inoltre, AMATO V., *Lavori preparatori della l. 13 gennaio 1994, n. 43*, in FAUCEGLIA G. (a cura di), *op. cit.*

<sup>2</sup> CARLI, *Finanza & mercato* 95, n. 4.-5, p. 33; CENTRALE DEI BILANCI, *Bancaria* 96, n. 5, p. 63, citati in SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 242.

<sup>3</sup> Autorevole dottrina evidenzia come, nella *mens legis*, il nuovo strumento di finanziamento fosse rivolto anche alle imprese di dimensioni medio-piccole, “non a caso, del resto, l’iniziale progetto di legge consentiva espressamente l’emissione di titoli della specie non solo a società con azioni quotate nei mercati regolamentati, ma anche ad altre società, purché dietro idonea garanzia fideiussoria: tale esplicita previsione è venuta meno nel testo definitivo, ma risulta ciò nonostante confermata, nella sostanza, dalla deliberazione Cicr del 19 luglio 2005, che ha sostituito la precedente deliberazione del 3 marzo 1994” (SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 242).

<sup>4</sup> MIGNARRI E., *Bancaria* 94, n. 11, p. 53. MIGNARRI rileva altresì che l’introduzione delle cambiali finanziarie, lungi dal comportare un fenomeno di disintermediazione bancaria, ha favorito l’instaurarsi di un rapporto privilegiato tra l’emittente lo strumento e la banca di riferimento.

La dottrina prevalente<sup>5</sup> individua quattro principali ragioni cui ricondurre la modesta diffusione delle cambiali finanziarie. Si riscontrano, anzitutto, ostacoli di carattere regolamentare, posti da una normativa secondaria ritenuta eccessivamente vincolistica e restrittiva, fino al punto di inibire il ricorso a nuovi canali di finanziamento<sup>6</sup>.

Inoltre, l'emissione di cambiali finanziarie è stata a lungo subordinata, per le società non aventi azioni quotate in un mercato regolamentato, alla prestazione di garanzia per importo almeno pari al 50% del valore di emissione<sup>7</sup>. L'entità della garanzia richiesta ha comportato, di conseguenza, un effetto dissuasivo per i potenziali emittenti, indirizzandoli verso altri strumenti di finanziamento<sup>8</sup>.

A tal proposito, occorre tuttavia segnalare che la delibera Cnr 19 luglio 2005, pur prescrivendo che *l'identità del garante e l'ammontare della garanzia devono essere indicati sugli strumenti finanziari di raccolta* (art. 5, comma 2), ha ommesso ogni indicazione specifica relativa alle cambiali finanziarie emesse da società non aventi azioni quotate. Tale omissione ha indotto autorevole dottrina<sup>9</sup> a ritenere facoltativa la prestazione di garanzia a fronte dell'emissione di cambiali finanziarie.

Per quanto concerne, invece, i potenziali investitori, le Istruzioni di vigilanza 21 marzo 2007 richiedono che le cambiali finanziarie abbiano valore nominale unitario non inferiore a

---

<sup>5</sup> SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, pp. 251s; CARLI, *op. cit.*, p. 33; DI PASQUALI, *Banche e banchieri* 95, p. 73; GIRINO E., *op. cit.*, pp. 324ss; LIACE G. - RAZZANTE R., *Finanziamento alle imprese, cit.*, pp. 297ss.

<sup>6</sup> PELLIZZI rileva che la rigidità della normativa secondaria, "condizionante ben al di là delle intenzioni delle stesse autorità creditizie", non risulta in sintonia con gli intenti di incentivazione, sottesi all'intervento di rango legislativo (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 251).

<sup>7</sup> In tal senso prescrivono sia la delibera Cnr 3 marzo 1994, paragrafo 2, sia le Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia 28 giugno 1995, paragrafo 3.1. Si veda anche *supra* Cap. II - Par. 2 e 3.

<sup>8</sup> *Ex multis*, CARLI, *op. cit.*, p. 33.

<sup>9</sup> SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, pp. 268s; ivi si afferma: "Dell'obbligo in questione non v'è più traccia né nella deliberazione del Cnr del 19 luglio 2005 né nelle adeguate Istruzioni di vigilanza, sicché - come può evincersi anche da alcuni incidentali passaggi delle nuove disposizioni, laddove ad es. si parla dell'"eventuale" garante - ora la garanzia che accompagna la cambiale finanziaria deve sempre intendersi facoltativa".

Depone nel senso della citata dottrina quanto statuito dalle Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia 21 marzo 2007, ove si afferma che sulla cambiale finanziaria devono essere indicati, *in caso di garanzia*, l'identità del garante e l'ammontare della garanzia (art. 3, sez. IV).

Occorre tuttavia rilevare che le citate Istruzioni di vigilanza, oltre che omettere ogni riferimento al novero di società abilitate all'emissione di cambiali finanziarie, non recano l'indicazione dei casi in cui la garanzia è richiesta né qualificano la stessa come facoltativa, con ciò ingenerando perplessità interpretative. Si veda altresì *supra* Cap. 2 - Par. 3.

50mila euro<sup>10</sup>. Tale elevato taglio minimo ha cagionato, *inter alia*, la modesta diffusione dello strumento tra il pubblico dei risparmiatori, ostacolando, in particolare, la formazione di un mercato secondario<sup>11</sup>.

Altro elemento ostativo all'impiego delle cambiali finanziarie nella pratica degli affari si rinviene nella previsione di un termine minimo di durata, pari a tre mesi dalla data di emissione, considerevolmente superiore a quello stabilito per strumenti analoghi diffusi in altri Paesi europei<sup>12</sup>.

Oltre al citato progetto di legge n. 1419 del 1995, è rinvenibile una lunga teoria di proposte volte a novellare la disciplina delle cambiali finanziarie, tra cui si segnalano i disegni di legge n. 1959 del 2001<sup>13</sup> e n. 1444 del 29 marzo 2007<sup>14</sup>, entrambi rimasti senza seguito.

---

<sup>10</sup> Così dispone l'art. 3, sez. IV, tit. IX, cap. II delle citate Istruzioni.

<sup>11</sup> La soglia minima di 50mila euro fu stabilita, secondo la circolare accompagnatoria alle Istruzioni di vigilanza del 1995, al fine di "selezionare, dal lato della domanda, gli investitori in grado di valutare il rischio di impresa". Nella prassi, tuttavia, tale selezione si è rivelata così efficiente da restringere fortemente il novero degli investitori.

<sup>12</sup> Le *commercial papers* e i *billets de trésorerie*, diffusi rispettivamente in Gran Bretagna e Francia, hanno una scadenza minima compresa tra i sette e i dieci giorni (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 256). Si veda anche *supra* Cap. I - Par. 3.

Occorre rilevare che nell'originario progetto di legge non si faceva menzione di alcun limite minimo di durata, essendo stabilita solo la scadenza massima pari ad un anno. Il termine minimo è dovuto a un emendamento approvato dalla Commissione Finanze della Camera, con l'obiettivo di garantire alle cambiali finanziarie il grado di liquidità necessario alla formazione di un mercato secondario (MARTORANO F., *Banca, borsa, tit. cred., cit.*, p. 146).

Mette conto segnalare che, già nel 1995, fu depositata in Senato una proposta di legge avente il fine di ridurre il termine minimo di durata dei titoli in parola, "sia perché molte imprese emettono titoli anche a scadenze di pochi o pochissimi giorni (da 7 a 15) per poter gestire meglio la tesoreria aziendale, sia perché più breve è la scadenza e minore è il rischio corso dal risparmiatore." (AMATO V., *Lavori preparatori della l. 13 gennaio 1994, n. 43*, p. 131, in FAUCEGLIA G. (a cura di), *op. cit.*)

Se il limite minimo di durata è stato previsto allo scopo di consentire la formazione di un mercato secondario, taluna dottrina ritiene che la scadenza massima delle cambiali finanziarie, pari a dodici mesi dalla data di emissione, sia eccessivamente limitata, inducendo i sottoscrittori a conservare il titolo sino alla sua naturale scadenza (LIACE G. - RAZZANTE R., *Finanziamento alle imprese, cit.*, p. 298).

La previsione di un termine massimo di durata si spiega in base alla qualificazione della cambiale finanziaria come strumento d'indebitamento a breve termine, complementare alle obbligazioni destinate invece al medio-lungo periodo, alla luce di quanto riportato nella Relazione accompagnatoria alla l. 43/1994. Si veda *supra* Cap. 1 - Par. 1, nota 2.

<sup>13</sup> Tale disegno di legge aveva l'obiettivo di ridurre il termine minimo delle cambiali finanziarie ad un mese, mentre il termine massimo veniva esteso a 18 mesi dalla data di emissione. Inoltre, si prevedeva di ridurre il taglio minimo dei titoli da 50mila e 10mila euro, mentre la facoltà di emettere cambiali finanziarie era accordata anche alle società non quotate, con bilanci in utile e certificati, assistite da garanzia bancaria pari al 25% del valore di emissione, anziché al 50% come stabilito dalla delibera Cicr 3 marzo 1995, del loro valore di sottoscrizione (LIACE G. - RAZZANTE R., *Finanziamento alle imprese, cit.*, p. 299).

Occorre rilevare che l'istituto cambiiale finanziaria, nonostante gli infruttuosi tentativi di riforma a livello primario, è stato tuttavia oggetto di ripetute modifiche ad opera della normativa secondaria. Infatti, l'adeguamento delle cambiali finanziarie alla riforma del diritto societario, recata dal d.lgs. 6/2003, è stato realizzato attraverso provvedimenti regolamentari emanati dalle Autorità di settore<sup>15</sup>. L'ambito d'operatività della disciplina secondaria, in materia di cambiali finanziarie, risulta particolarmente esteso proprio in virtù del carattere asistemico e sintetico della legge 43/1994, la quale ha attribuito alla normativa regolamentare una rilevanza decisiva nella configurazione dell'istituto<sup>16</sup>.

Senonché la sola normativa secondaria, nella valutazione del Legislatore, non appare idonea a superare le criticità delle cambiali finanziarie, come palesatesi nella pratica degli affari<sup>17</sup>. La perdurante validità dell'istituto, confermata dall'indagine conoscitiva sul mercato

---

<sup>14</sup> Il citato disegno di legge confermava il limite temporale minimo dell'operazione, pari ad un mese, mentre ampliava la scadenza massima fino a sessanta mesi dalla data di emissione, al fine di assorbire nella nuova disciplina strumenti di finanziamento a medio termine, quali i certificati di investimento. Inoltre, il disegno di legge in esame individuava direttamente il novero di imprese legittimate all'emissione, regolando a livello primario un profilo in precedenza disciplinato solo dalla normativa secondaria. A tal fine, le società non aventi azioni quotate erano abilitate all'emissione senza bisogno di alcuna garanzia bancaria o assicurativa, qualora fossero assistite dalla valutazione di una società di *rating* rispondente a requisiti di professionalità ed indipendenza (SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 252).

<sup>15</sup> In particolare, il Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio ha revocato, mediante la delibera 19 luglio 2005, il precedente provvedimento 3 marzo 1994, unitamente al decreto del Ministro del tesoro 7 ottobre 1994. Analogamente, la Banca d'Italia, attraverso il 12° aggiornamento alle Istruzioni di vigilanza per le banche, ha sostituito le precedenti Istruzioni 28 giugno 1995.

<sup>16</sup> La legge 43/1994 contiene esclusivamente la disciplina di taluni connotati essenziali delle cambiali finanziarie, rimettendo per il resto alla normativa secondaria la definizione di elementi, quali le società abilitate all'emissione, aventi primaria rilevanza ai fini dell'inquadramento della fattispecie. Si veda in proposito SPADA, il quale si riferiva alla l. 43/1994 come alla "leggina" sulle cambiali finanziarie (SPADA P., *Dai titoli cambiari ai valori mobiliari (suggerimenti della "leggina" sulle cambiali finanziarie)*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1995).

La scelta del Legislatore si motiva in base alla considerazione che la normativa secondaria, più duttile e celermente modificabile rispetto alle norme di legge, sarebbe stata adeguata a garantire il coordinamento tra l'istituto cambiiale finanziaria e la disciplina generale contenuta nel Tub. Analoghe considerazioni valgono con riferimento alla riforma del diritto societario, la quale è stata recepita, per gli aspetti che interessano le cambiali finanziarie, attraverso interventi di rango secondario.

<sup>17</sup> Le ragioni che hanno ostacolato la diffusione delle cambiali finanziarie sono state individuate, oltre che da operatori economici e dottrina, anche dal Servizio studi – Dipartimento attività produttive della Camera dei deputati. In particolare, nella *Documentazione per l'esame di progetti di legge n. 660 del 3 luglio 2012*, il Servizio studi afferma: *In Italia, peraltro, tale strumento non ha trovato ampia diffusione. Le ragioni della modesta utilizzazione delle cambiali finanziarie sono riconducibili, per le imprese quotate, a motivi di carattere fiscale, legati al mancato assoggettamento dei redditi relativi alle cambiali finanziarie all'imposta sostitutiva di cui all'articolo 2, comma 1, del decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239; a motivi di carattere regolamentare, legati alla durata, da tre a dodici mesi, mentre in altri Paesi le*



degli strumenti finanziari, svolta dalla Commissione Finanze della Camera nel corso del 2011<sup>18</sup>, ha indotto il Governo della Repubblica a modificare i connotati strutturali della cambiale finanziaria, attraverso il decreto legge 22 giugno 2012, n. 83.

L'art. 32 del citato decreto, recante *Misure urgenti per la crescita del Paese*, ha riformato la disciplina dell'istituto cambiale finanziaria, nell'ambito degli strumenti di finanziamento per le imprese, ponendo l'accento sull'obiettivo di agevolare, anche per le società cosiddette chiuse<sup>19</sup>, la raccolta del capitale di debito, attraverso canali ulteriori e complementari rispetto al sistema bancario ed alla raccolta presso soci<sup>20</sup>.

Di conseguenza, il decreto legge 83/2012, preso atto che la crisi economica ha ridotto la capacità di erogare finanziamenti da parte delle banche, si prefigge la finalità di riformare i vincoli regolamentari, civilistici e fiscali che hanno finora circoscritto l'emissione di strumenti finanziari di raccolta alle sole società di rilevanti dimensioni.

---

*commercial paper sono emesse in quantità maggiore con durata fino a un mese; a motivi di carattere formale e procedurale, in quanto le cambiali finanziarie sono ancora 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, pesa l'obbligo di ricorrere al supporto di una garanzia bancaria.*

<sup>18</sup> Il documento conclusivo di tale indagine, approvato dalla Commissione Finanze della Camera il 19 luglio 2011, ha sollecitato l'opportunità di rilanciare lo strumento cambiale finanziaria, al fine di sopperire al fabbisogno finanziario delle imprese attraverso modalità meno onerose del tradizionale credito bancario.

<sup>19</sup> Si definiscono *chiuse* le società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, i cui titoli rappresentativi del capitale non sono cioè quotati in mercati regolamentati né diffusi tra il pubblico in maniera rilevante.

La nozione di società *chiusa* si ricava *a contrario* dall'art. 2325 *bis* del Codice civile, che fornisce la nozione di società per azioni cosiddetta *aperta*; tale articolo statuisce che: *Ai fini dell'applicazione del presente titolo [Titolo V Delle società del libro V Del Lavoro del Codice civile], sono società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio le società con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse tra il pubblico in misura rilevante. -Le norme di questo titolo si applicano alle società con azioni quotate in mercati regolamentati in quanto non sia diversamente disposto da altre norme di questo codice o di leggi speciali.*

Inoltre, secondo l'art. 111 *bis*, inserito nelle disposizioni d'attuazione del Codice civile, s'intende per *misura rilevante*, come prescritta dall'art. 2325 *bis* c.c., quella indicata dalla Consob a norma dell'art. 116 del testo unico finanziario.

<sup>20</sup> L'art. 32 del d.l. 83/2012 individua quali destinatarie delle nuove norme proprio *le società non aventi titoli rappresentativi del capitale negoziati in mercati regolamentati o non regolamentati*. Per la trattazione di tale nozione si veda *infra* in questo capitolo il paragrafo 2 - *Profili soggettivi e requisiti per l'emissione*.

Le schede di lettura, predisposte dal Servizio studi della Camera dei deputati per l'esame del d.l. 83/2012, affermano: *Secondo quanto emerge dalla relazione illustrativa, le disposizioni contenute nell'articolo 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 nell'economia nazionale.*

A tal fine, attraverso un complesso di disposizioni miranti ad attenuare la disparità tra società aperte e chiuse, il d.l. 83/2012 agevola la possibilità per le piccole e medie imprese di emettere strumenti di debito da destinare ai mercati domestici e internazionali<sup>21</sup>. Il decreto in esame individua lo strumento idoneo a conseguire tale obiettivo nelle cambiali finanziarie, le quali sono state introdotte dalla l. 43/1994 proprio al fine di *offrire alle imprese, non abilitate ad emettere obbligazioni, l'opportunità di raccogliere capitale di credito alternativo rispetto al ricorso al credito bancario*<sup>22</sup>.

## 2. – CONNOTATI DEL TITOLO

L'art. 32 del decreto legge 83/2012 costituisce un intervento mirato a 'rilanciare' l'istituto cambiale finanziaria quale strumento d'indebitamento per le imprese, con particolare riferimento alle società che, *non potendo fare ricorso al mercato del capitale di rischio*, non dispongono di alternative al credito bancario. Di conseguenza, i connotati formali che il titolo cambiale finanziaria deve rivestire, unitamente alla sua legge di circolazione, non sono modificati dal decreto in esame, giacché *esorbitano* dagli obiettivi dell'intervento legislativo.

---

<sup>21</sup> L'art. 32 del d.l. 83/2012 riforma, oltre che le cambiali finanziarie, anche i titoli obbligazionari. In particolare, l'articolo in esame prevede la facoltà, per le società non aventi azioni quotate, di emettere obbligazioni con clausole di partecipazione agli utili d'impresa (*obbligazioni partecipative*). La medesima categoria di società è altresì facoltizzata ad emettere obbligazioni il cui diritto al rimborso è subordinato, attraverso una clausola di postergazione, al soddisfacimento di altri creditori della società, stante l'esclusione degli azionisti quali partecipi al rischio d'impresa (*obbligazioni subordinate*). L'art. 32 del d.l. 83/2012 detta i requisiti che tali titoli devono rivestire affinché possano essere qualificati come obbligazioni ai sensi del codice civile.

Occorre rilevare che la durata minima dei titoli obbligazionari previsti dal citato articolo 32 è pari a trentasei mesi, coincidente con la durata massima stabilita per le cambiali finanziarie dal medesimo articolo. Risulta dunque confermata la complementarità tra obbligazioni, quali strumenti finanziari di raccolta per il medio-lungo termine, e cambiali finanziarie, quali strumenti destinati invece al breve termine, cui faceva riferimento la Relazione accompagnatoria alla l. 43/1994, per la quale si veda *supra* Cap. I – Par. 1 nota 2.

Il decreto legge 83/2012 mira, dunque, a sviluppare un intervento sistematico sugli strumenti di debito a disposizione delle società chiuse, al fine di diminuirne la dipendenza dai finanziamenti bancari.

<sup>22</sup> In tali termini si esprime la circolare n. 4/E dell'Agenzia delle Entrate, emanata il 6 marzo 2013. La circolare in parola, oltre che fornire i chiarimenti in materia fiscale conseguenti al decreto 83/2012, offre un'interpretazione qualificata, anche se non obbligatoria al di fuori dei profili fiscali, delle norme introdotte dal decreto stesso.

Il decreto 83/2012 non altera, dunque, la qualificazione della cambiale finanziaria come titolo di credito all'ordine emesso in serie<sup>23</sup> né l'equiparazione, per ogni effetto di legge, delle cambiali finanziarie a quelle ordinarie<sup>24</sup>, intervenendo invece sui termini di durata dello strumento.

Le cambiali finanziarie devono avere, in virtù della nuova disciplina, una scadenza non inferiore a un mese e non superiore a trentasei mesi dalla data di emissione, in sostituzione del previgente intervallo temporale compreso tra i tre e dodici mesi<sup>25</sup>. La modifica dei termini risponde al duplice obiettivo di approssimare la durata minima delle cambiali finanziarie a quella degli analoghi strumenti diffusi nella prassi internazionale, con particolare riferimento alle *commercial papers* statunitensi<sup>26</sup>. L'estensione del termine massimo da dodici a trentasei mesi dalla data di emissione è preordinata, invece, ad agevolare la formazione di un mercato secondario delle cambiali finanziarie, in precedenza ostacolato dalla ravvicinata scadenza massima dei titoli<sup>27</sup>.

Inoltre, il contenuto documentale del titolo cambiale finanziaria, individuato dalla l. 43/1994 attraverso il rinvio formale all'art. 100 della legge cambiaria, non subisce modifiche

---

<sup>23</sup> Per quanto concerne l'appartenenza della cambiale finanziaria al *genus* titolo di credito all'ordine, si veda *supra* Cap. I - Par. 2. *La natura giuridica dell'istituto cambiale finanziaria*. Per quanto concerne l'emissione in serie, si veda *supra* il citato Cap. I - Par. 2 e il Cap. II - Par. 2. *Connotati del titolo*.

<sup>24</sup> Tale equiparazione è esaminata *supra* Cap. I - Par. 2. *La natura giuridica dell'istituto cambiale finanziaria*.

<sup>25</sup> Di conseguenza, l'art. 1, comma primo, della l. 43/1994 attualmente recita: *Le cambiali finanziarie sono titoli di credito all'ordine emessi in serie e aventi una scadenza non inferiore a un mese e non superiore a trentasei mesi dalla data di emissione*.

<sup>26</sup> La durata delle *commercial papers* statunitensi è ordinariamente compresa tra trenta e sessanta giorni, i *billets de trésorerie* francesi hanno durata minima pari a dieci giorni, le *Sterling commercial papers* britanniche hanno invece durata non inferiore a sette giorni. (SPAGNUOLO D., *L'esperienza delle commercial papers negli Stati Uniti ed in Europa - Profili di disciplina generale*, p. 30, p. 45, p. 49 in FAUCEGLIA G.(a cura di) *op. cit.*). La durata minima delle *commercial papers* tipizzate in Germania è, altresì, pari a sette giorni (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 244). Per l'esame degli strumenti aventi finalità analoga alle cambiali finanziarie, si veda *supra* Cap. I - Par. 5. *Relazioni tra cambiale finanziaria e altri strumenti di debito per il finanziamento delle società; profili comparatistici*.

<sup>27</sup> L'estensione del termine massimo, oltre che favorire la creazione di un mercato secondario, riafferma la complementarità tra cambiali finanziarie ed obbligazioni, quali strumenti di finanziamento alternativi al credito bancario.

Inoltre, il decreto 83/2012 statuisce che le obbligazioni partecipative e subordinate, emesse da società non aventi azioni quotate, abbiano *durata minima* pari a trentasei mesi, coincidente con la *durata massima* delle cambiali finanziarie. A tal proposito si veda *supra* nota 21.

L'ampliamento del termine massimo consente, altresì, di assorbire nel *genus* cambiali finanziarie anche i certificati d'investimento, per i quali le Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia 28 giugno 1995 prevedevano una durata minima superiore a dodici mesi.

ad opera del decreto in esame. Analogamente, permangono inalterati i requisiti formali specifici, quali la denominazione “cambiale finanziaria” inserita nel contesto del titolo e l’indicazione dei proventi in qualunque forma pattuiti, prescritti dalla l. 43/1994 in funzione integrativa rispetto ai connotati generali del vaglia cambiario<sup>28</sup>.

In ottemperanza alle finalità dell’intervento normativo, volto ad incrementare la fruibilità delle cambiali finanziarie per le società cosiddette chiuse, il decreto legge 83/2012 non modifica il regime di circolazione dei titoli in parola, girabili esclusivamente con la clausola “senza garanzia”<sup>29</sup>. Tale legge di circolazione, infatti, nella valutazione del Legislatore, non osta alla diffusione dello strumento tra le società interessate dalla riforma<sup>30</sup>.

Mette conto altresì rilevare che al decreto 83/2012 non ha fatto seguito alcuna modifica della normativa secondaria emanata dalle Autorità di settore, sicché le cambiali finanziarie risultano tuttora regolate – in quanto compatibile con la nuova disciplina legislativa – dalla delibera Circ 19 luglio 2005 e dalle conseguenti Istruzioni di vigilanza della Banca d’Italia 21 marzo 2007<sup>31</sup>.

Al contrario, il decreto legge 83/2012 modifica profondamente la normativa concernente gli emittenti cambiali finanziarie nonché il sistema di tutele predisposto per l’emissione e il collocamento dei titoli in esame.

---

<sup>28</sup> Per quanto concerne sia i connotati generali previsti dall’art. 100 della legge cambiaria, sia i requisiti specifici indicati nella l. 43/1994, si veda *supra* Cap. II – Par. 2. *Connotati del titolo*.

<sup>29</sup> La legge di circolazione delle cambiali finanziarie è esaminata *supra* Cap. II – Par. 4. *Il regime di circolazione*.

<sup>30</sup> Di conseguenza, l’art. 1, secondo comma, della l. 43/1994, prescrive: *Le cambiali finanziarie sono equiparate per ogni effetto di legge alle cambiali ordinarie, sono girabili esclusivamente con la clausola «senza garanzia» o equivalenti e contengono, oltre alla denominazione di «cambiale finanziaria» inserita nel contesto del titolo, gli altri elementi specificati all'articolo 100 delle disposizioni approvate con regio decreto 14 novembre 1933, n. 1699, nonché l'indicazione dei proventi in qualunque forma pattuiti.*

<sup>31</sup> Tale assetto normativo risulta confermato dalla circolare dell’Agenzia delle Entrate 6 marzo 2013, n. 4/E. Il citato documento, nell’elencare a scopo ricognitivo la normativa rilevante in materia di cambiali finanziarie, afferma che i titoli in esame sono disciplinati, oltre che dalla l. 43/1994, dalla *delibera del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (CICR) del 3 marzo 1994, del 19 luglio 2005 e del 22 febbraio 2006 e dalle Istruzioni della Banca d’Italia del 12 dicembre 1994, Titolo IX, capitolo 2.*

### 3. – PROFILI SOGGETTIVI E REQUISITI PER L'EMISSIONE

Il decreto legge 83/2012 individua direttamente il novero delle imprese abilitate ad emettere cambiali finanziarie, a differenza della previgente disciplina di rango legislativo, la quale demandava alla normativa secondaria la definizione dei profili soggettivi<sup>32</sup>. Di conseguenza, il decreto in esame introduce nell'articolo 1 della l. 43/1994 il comma 2 *bis*, a tenore del quale *le cambiali finanziarie possono essere emesse da società di capitali nonché da società cooperative e mutue assicuratrici diverse dalle banche e dalle micro-imprese, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione europea, del 6 maggio 2003.*

Il comma 2 *bis* circoscrive, dunque, la facoltà di emettere cambiali finanziarie alle società per azioni, in accomandita per azioni, a responsabilità limitata<sup>33</sup> ed alle mutue

---

<sup>32</sup> A tal proposito, occorre rilevare che l'iniziale progetto della legge 43/1994, approvato in prima lettura dalla Camera dei deputati, prevedeva la diretta specificazione dei soggetti abilitati all'emissione. In seguito, tale indicazione fu espunta dal testo normativo durante l'esame del Senato, sulla base della considerazione per cui la disciplina secondaria avrebbe consentito un migliore coordinamento con il testo unico bancario. Tuttavia, mette conto osservare che un riferimento alle categorie di soggetti abilitati era rinvenibile nell'art. 3 della l. 43/1994, attualmente abrogato ad opera del d.lgs. 461/1997, che qualificava *società, enti e imprese* come possibili emittenti cambiali finanziarie. (SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, pp. 263s).

La deliberazione Cicr 3 marzo 1994 indicava quali soggetti abilitati: (i) le società ed enti con titoli negoziati in un mercato regolamentato; (ii) le altre società, purché i bilanci degli ultimi tre esercizi fossero in utile e i titoli fossero assistiti da garanzia in misura non inferiore al 50% del valore di sottoscrizione.

In seguito, le Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia 21 marzo 2007 hanno omissis ogni specifico riferimento soggettivo agli emittenti, limitandosi a statuire che le norme recate dalle Istruzioni medesime si applicano ai *soggetti* residenti in Italia e, in quanto compatibili, ai non residenti per l'attività di raccolta effettuata in Italia. Per l'esame della normativa secondaria nel periodo antecedente la riforma delle cambiali finanziarie, si veda *supra* Cap. II – Par. 3. *Profili soggettivi e requisiti per l'emissione.*

Tale assetto normativo ha determinato l'affermazione di interpretazioni divergenti in dottrina. Alcuni autori (*ex multis*, SPADA P., *Riv. dir. civ., cit.*, p. 505) ritenevano che la citata disciplina secondaria, avente quale fonte normativa l'art. 11 Tub, si applicasse solo nei casi in cui vi fosse raccolta del risparmio tra il pubblico, con la conseguenza che anche le società di persone sarebbero state facoltizzate emettere cambiali finanziarie non destinate al pubblico. Viceversa, autorevole dottrina (MASI P., *Banca, borsa, tit. cred., cit.*, p. 588), in sede di prima interpretazione della normativa secondaria, limitava la facoltà di emettere cambiali finanziarie alle sole società per azioni ed in accomandita per azioni.

In dottrina sono state, altresì, espresse riserve di metodo sull'ondivaga tecnica normativa impiegata dal Legislatore (DOLMETTA - BASSILANA, *Banca, impr., soc.* 94, p. 76, citato da SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *ibidem*).

<sup>33</sup> La qualificazione delle società di capitali come soggetti emittenti si desume, sia pure *incidenter tantum*, dall'art. 4 della delibera Cicr 19 luglio 2005, ove, nel sancire i limiti all'emissione di strumenti finanziari di raccolta, è dichiarato applicabile, alle società per azioni ed in accomandita per

assicuratrici<sup>34</sup>. L'emissione è, invece, preclusa alle banche, rendendo in tal modo permanente il divieto transitorio posto dalla delibera Cicr 3 marzo 1994 e confermato dalla successiva normativa secondaria<sup>35</sup>. Il comma 2 *bis* omette ogni riferimento agli intermediari finanziari esercenti, nei confronti del pubblico, l'attività di concessione di finanziamenti, con ciò implicitamente confermando per tali soggetti la facoltà, sancita dalla delibera Cicr 19 luglio 2005, di emettere cambiali finanziarie<sup>36</sup>.

Inoltre, il comma 2 *bis* preclude la facoltà di emettere cambiali finanziarie alle micro-imprese; il comma in esame rimanda, per la definizione di tale categoria di soggetti, alla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea, il cui art. 2, Titolo I, dispone:

*Nella categoria delle PMI si definisce microimpresa un'impresa che occupa meno di 10 persone e realizza un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiori a 2 milioni di EUR*<sup>37</sup>.

---

azioni, l'art. 2412 c.c. Per quanto concerne le società a responsabilità limitata, l'art. 4 della delibera Cicr prescrive l'osservanza dell'art. 2483 c.c. I medesimi riferimenti normativi sono indicati nelle Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia 21 marzo 2007.

<sup>34</sup> La nozione delle mutue assicuratrici è fornita dall'art. 2546 c.c., a norma del quale: *-Nelle società di mutua assicurazione le obbligazioni sono garantite dal patrimonio sociale. -I soci sono tenuti al pagamento dei contributi fissi o variabili, entro il limite massimo determinato dall'atto costitutivo. -Nelle mutue assicuratrici non si può acquistare la qualità di socio, se non assicurandosi presso la società, e si perde la qualità di socio con l'estinguersi dell'assicurazione, salvo il disposto dell'art. 2548 [concernente i conferimenti per la costituzione di fondi di garanzia].*

Le norme applicabili alle mutue assicuratrici sono determinate dall'art. 2547 c.c., secondo il quale: *Le società di mutua assicurazione sono soggette alle autorizzazioni, alla vigilanza e agli altri controlli stabiliti dalle leggi speciali sull'esercizio dell'assicurazione, e sono regolate dalle norme stabilite per le società cooperative, in quanto compatibili con la loro natura.*

<sup>35</sup> L'art. 5, primo comma, della delibera Cicr 3 marzo 1994 recita: *In relazione alle proposte di revisione del trattamento fiscale delle rendite finanziarie, l'emissione di cambiali finanziarie è temporaneamente preclusa alle banche.*

Taluna dottrina ha formulato l'opinione secondo cui la revisione della disciplina fiscale, menzionata dalla delibera Cicr, avrebbe valore di condizione risolutiva del divieto, il quale non è comunque venuto meno in seguito all'entrata in vigore del d.lgs. 461/1997, recante il *Riordino della disciplina tributaria dei redditi di capitale e dei redditi diversi*.

L'art. 11 della delibera 19 luglio 2005, nel revocare il precedente provvedimento del 1994, ha espressamente escluso l'art. 5, primo comma, confermando quindi la preclusione *transitoria* (sic) a carico delle banche. Per tale normativa si veda *supra* Cap. II - Par. 3.

<sup>36</sup> L'art. 2, penultimo comma, della delibera Cicr 3 marzo 1994 preclude l'emissione di cambiali finanziarie e certificati d'investimento agli intermediari svolgenti le attività finanziarie di cui al comma 1 dell'art. 106 e al comma 1 dell'art. 113 Tub. Tale preclusione è stata superata dall'art. 9 della delibera Cicr 19 luglio 2005, ove è disciplinata la raccolta del risparmio da parte delle società finanziarie.

<sup>37</sup> Occorre menzionare che, ai sensi della raccomandazione 2003/361/CE, si considera *impresa* ogni entità, a prescindere dalla forma giuridica rivestita, che eserciti un'attività economica. In

Di conseguenza, il concorso dei due requisiti indicati dalla norma, l'impiego di un numero di persone inferiore a 10 e la realizzazione di un fatturato annuo o un totale di bilancio annuo non superiore ad euro 2 milioni<sup>38</sup>, implica il divieto di emettere cambiali finanziarie, a prescindere dalla forma societaria, anche evoluta, assunta dall'impresa<sup>39</sup>.

Il decreto legge 83/2012 introduce nella l. 43/1994, attraverso il nuovo comma 2 *bis*, uno *scalino normativo* tra società aperte e chiuse, in precedenza contenuto nella sola normativa secondaria<sup>40</sup>.

Il Legislatore del 2012 stabilisce una presunzione legale secondo cui le società, *aventi azioni quotate in mercati regolamentati*<sup>41</sup> o *diffuse tra il pubblico in misura rilevante*, presentano, in virtù del ricorso al mercato del capitale di rischio, maggiori requisiti di solidità rispetto alle società chiuse.<sup>42</sup> Di conseguenza, a tali imprese è riconosciuta la facoltà di emettere cambiali

---

particolare sono considerate tali le entità che esercitano un'attività artigianale o altre attività a titolo individuale o familiare, le società di persone o le associazioni che esercitano un'attività economica.

La categoria delle piccole e medie imprese è costituita da imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro. Tale definizione è stata recepita dall'art. 1, lett. c), della delibera Consob 18079/2012.

Inoltre, nella categoria delle PMI si definisce piccola impresa un'impresa che occupa meno di 50 persone e realizza un fatturato annuo o un totale di bilancio annuo non superiori a 10 milioni di euro.

Infine, la direttiva 2012/6/UE ha introdotto la definizione di microentità, indicando le imprese che alla data di chiusura del bilancio non superano i limiti numerici di due dei tre criteri seguenti: totale dello stato patrimoniale: 350 000 EUR, importo netto del volume di affari: 700 000 euro, numero di dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 10.

<sup>38</sup> L'espressione totale di bilancio pone problemi di coordinamento con la normativa civilistica italiana in materia contabile. Ai sensi dell'art. 2423 c.c., infatti, il bilancio si compone di stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa. Secondo autorevole dottrina aziendalistica (BOMPANI A. - CATELANI E., *op. cit.*, pp. 109s) per totale di bilancio deve intendersi, necessariamente, il totale attivo dello stato patrimoniale.

<sup>39</sup> La preclusione in esame non opera allorché la micro-impresa non sia autonoma e rientri, di conseguenza, in una *impresa associata*, ai sensi dell'art. 3, Titolo I, della citata raccomandazione.

<sup>40</sup> Le Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia 28 giugno 1995 operavano espressamente una distinzione tra le società facenti o meno ricorso al mercato del capitale di rischio. In seguito, pur non facendo diretto riferimento alla dicotomia in parola, le Istruzioni del 21 marzo 2007 rinviano al *Quadro riepilogativo delle possibilità di raccolta mediante strumenti finanziari*, ove si distingue tra società ed enti "quotati" e società ed enti non "quotati" (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 265).

<sup>41</sup> La nozione di mercato regolamentato è fornita dall'art. 1, comma 1, lett. *w ter*), Tub, secondo cui per mercato regolamentato si intende un *sistema multilaterale che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, ammessi alla negoziazione conformemente alle regole del mercato stesso, in modo da dare luogo a contratti, e che è gestito da una società di gestione, è autorizzato e funziona regolarmente*.

<sup>42</sup> PELLIZZI, con riferimento alle società aventi azioni quotate in mercati regolamentati, afferma che il Legislatore le ritiene, ai fini dell'emissione di cambiali finanziarie, *autonomamente dotate di idonee garanzie di solvibilità* (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 264).

finanziarie senza che sia richiesto il concorso di specifiche tutele, stabilite viceversa per le società chiuse nell'interesse degli investitori.

Il nuovo comma 2 *bis* fa altresì riferimento a soggetti aventi titoli rappresentativi del capitale negoziati in mercati non regolamentati, come, ad esempio, azioni negoziate attraverso sistemi multilaterali di negoziazione<sup>43</sup> ed internalizzatori sistematici<sup>44</sup>, estendendo anche a tali imprese la facoltà di emettere cambiali finanziarie senza ulteriori tutele.

Viceversa, il decreto legge 83/2012 sancisce, *per le società e gli enti non aventi titoli rappresentativi del capitale negoziati in mercati regolamentati o non regolamentati*, la facoltà di emettere cambiali finanziarie solo subordinatamente alla presenza congiunta dei requisiti indicati nel nuovo comma 2 *bis*. Di conseguenza, la lettera a) di tale comma statuisce che:

*a) l'emissione deve essere assistita, in qualità di sponsor, da una banca<sup>45</sup> o da un'impresa di investimento<sup>46</sup>, da una società di gestione del risparmio (SGR)<sup>47</sup>, da una società di gestione armonizzata<sup>48</sup>, da una società di investimento a capitale*

---

Le Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia 28 giugno 1995 si riferivano genericamente a società ed enti aventi titoli negoziati in un mercato regolamentato, salvo specificare in nota 8 che *la quotazione deve riferirsi alle azioni della società, ovvero ad altri titoli purché la scadenza degli stessi sia successiva alla scadenza delle cambiali finanziarie e dei certificati d'investimento che si intendono emettere*.

Al contrario, il comma 2 *bis*, introdotto nella l. 43/1994 dal d.l. 83/2012, fa riferimento ai soli titoli rappresentativi del capitale, cioè ai valori azionari ed assimilati, con l'esclusione dei titoli di debito, tra i quali assumono particolare rilevanza le obbligazioni.

<sup>43</sup> Per "gestione di sistemi multilaterali di negoziazione" si intende la gestione di sistemi multilaterali che consentono l'incontro, al loro interno ed in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti (art. 1, comma 5 *octies*, Tub).

<sup>44</sup> Per "internalizzatore sistematico" si intende il soggetto che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione (art. 1, comma 5 *ter*, Tuf).

<sup>45</sup> Per banca si intende l'impresa autorizzata alla raccolta del risparmio tra il pubblico e all'esercizio del credito, a norma dell'art 10 Tub che stabilisce il principio di riserva dell'attività bancaria.

<sup>46</sup> A norma dell'art. 1, primo comma, lett. h), Tuf, per imprese di investimento si intendono le Sim e le imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie, per la cui nozione si rimanda *supra* Cap. II – Par. 5. *La cambiale finanziaria quale strumento finanziario; la tutela del pubblico risparmio prima della riforma*, nota 153.

<sup>47</sup> Per società di gestione del risparmio (Sgr) si intende, a norma dell'art. 1, comma 1, lett. o), Tuf: *la società per azioni con sede legale e direzione generale in Italia autorizzata a prestare il servizio di gestione accentrata del risparmio*.

<sup>48</sup> Per società di gestione armonizzata si intende, a norma dell'art. 1, comma 1, lett. o bis), Tuf: *la società con sede legale e direzione generale in uno Stato membro diverso dall'Italia, autorizzata ai sensi della direttiva in materia di organismi di investimento collettivo a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio*.



*variabile (SICAV)<sup>49</sup>, purché con succursale costituita nel territorio della Repubblica<sup>50</sup>, che assiste l'emittente nella procedura di emissione dei titoli e lo supporta nella fase di collocamento dei titoli stessi;*

In ottemperanza all'obiettivo di agevolare l'emissione di cambiali finanziarie, il d.l. 83/2012 predispone specifiche tutele per le società chiuse, superando sia l'obbligo indifferenziato di ottenere la prestazione di garanzia a fronte dell'emissione, imposto dalla delibera Cicer 3 marzo 1994<sup>51</sup>, sia l'omissione di ogni specifico riferimento alle società chiuse, conseguente alla delibera Cicer 19 luglio 2005<sup>52</sup>.

Il decreto legge 83/2012 introduce un più duttile sistema di tutele incentrato sullo *sponsor*, istituto innovativo cui sono attribuite funzioni di assistenza all'emissione più ampie della mera prestazione di garanzia.

Il principale elemento discretivo tra il sistema di tutele fondato sullo *sponsor* e quello fondato sulla garanzia consiste, infatti, nella *qualità* dei compiti assegnati allo *sponsor*, il quale *assiste l'emittente nella procedura di emissione dei titoli e lo supporta nella fase di collocamento dei titoli stessi*<sup>53</sup>. Inoltre, il ruolo di *sponsor* può essere assunto da un vasto novero di imprese, comprendente le banche e gli intermediari finanziari, purché abbiano una succursale costituita nel territorio della Repubblica, mentre la previgente disciplina secondaria restringeva notevolmente l'ambito dei soggetti facoltizzati a prestare la garanzia<sup>54</sup>.

---

<sup>49</sup> Per *società di investimento a capitale variabile (Sicav)* si intende, *ex art. 1, comma 1, lett. i)*, Tuf: *la società per azioni a capitale variabile con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico di proprie azioni*,

<sup>50</sup> La necessità che le banche e gli intermediari finanziari citati abbiano una succursale costituita in Italia ha indotto, peraltro, autorevole dottrina aziendalistica (BOMPANI A. - CATELANI E., *op. cit.*, p. 110) a ritenere che tale disposizione sia "forse confliggente con i principi di libertà operativa riguardanti, quanto meno gli organismi comunitari".

<sup>51</sup> La delibera Cicer 3 marzo 1994 prescriveva che l'emissione di cambiali finanziarie, effettuata da società ed enti non aventi titoli quotati, fosse assistita da garanzia, nei fatti principalmente fideiussoria, in misura non inferiore al 50% del valore di sottoscrizione dei titoli. L'elevato ammontare di tale garanzia è stato individuato da numerosi osservatori quale una delle più rilevanti cause della modesta diffusione delle cambiali finanziarie (*ex multis*, CARLI, *op. cit.*, p. 33 e SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 251). Si veda altresì *supra* il primo paragrafo di questo capitolo.

<sup>52</sup> La delibera Cicer 19 luglio 2005, pur non richiedendo che le cambiali finanziarie emesse da società chiuse siano assistite da garanzia, prescrive che l'identità del garante e l'ammontare della garanzia siano indicati sul titolo.

<sup>53</sup> In tal modo le società chiuse possono giovare dell'esperienza professionalmente qualificata di una banca o di un intermediario mobiliare, sia nella fase di emissione sia in quella di collocamento.

<sup>54</sup> A norma della delibera Cicer 3 marzo 1994, articolo 3, hanno facoltà di prestare garanzia all'emissione di cambiali finanziarie esclusivamente i) le banche autorizzate in Italia e le banche

Il d.l. 83/2012 subordina ad un ulteriore requisito la possibilità di emettere cambiali finanziarie per le società chiuse. Il nuovo comma 2 bis della l. 43/1994 statuisce infatti che:

*b) lo sponsor mantiene nel proprio portafoglio, fino alla naturale scadenza, una quota dei titoli emessi non inferiore:*

*1) al 5 per cento del valore di emissione dei titoli, per le emissioni fino a 5 milioni di euro;*

*2) al 3 per cento del valore di emissione dei titoli eccedente 5 milioni di euro, fino a 10 milioni di euro, in aggiunta alla quota risultante dall' applicazione della percentuale di cui al numero 1);*

*3) al 2 per cento del valore di emissione dei titoli eccedente 10 milioni di euro, in aggiunta alla quota risultante dall'applicazione delle percentuali di cui ai numeri 1) e 2);*

Tale norma introduce un mutamento di prospettiva: a differenza della garanzia, si richiede che lo sponsor sia *cointeressato*, quale investitore diretto, alla vicenda delle cambiali finanziarie<sup>55</sup>. Compito dello *sponsor* non è, quindi, garantire i titoli emessi dalla società che assiste, bensì asseverare nei confronti dei potenziali investitori, attraverso un rilevante investimento diretto, *l'affidabilità* dell'operazione di finanziamento posta in essere dall'emittente.

Inoltre, la norma prescrive che lo *sponsor* mantenga in portafoglio una quota dei titoli compresa tra il 5 ed il 2% del loro valore di emissione, determinando tale percentuale regressivamente in ragione dell'ammontare complessivo dell'emissione. Le soglie minime sono comunque notevolmente inferiori all'onerosa garanzia, di ammontare non inferiore al 50% del valore di sottoscrizione dei titoli, in precedenza imposta dalla delibera Cicr 3 marzo 1994<sup>56</sup>.

---

comunitarie; ii) le società finanziarie iscritte nell'elenco speciale di cui all'art. 107 Tub; le società e gli enti di assicurazione autorizzati. Si veda altresì *supra* Cap. II – Par. 3.

<sup>55</sup> BOMPANI A. – CATELANI E., *op. cit.*, p. 110.

<sup>56</sup> È dunque possibile individuare tre stadi nella complessa vicenda concernente lo *scalino normativo* intercorrente tra società aperte e chiuse in materia di cambiali finanziarie.

In origine, la delibera Cicr 3 marzo 1994, paragrafo 2, e le Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia 28 giugno 1995, paragrafo 3.1, richiedevano che le cambiali finanziarie, emesse da *società non aventi titoli negoziati in un mercato regolamentato*, dovessero essere assistite da garanzia, in misura non inferiore al 50% del loro valore di sottoscrizione, rilasciata da soggetti vigilati.

La nuova prospettiva, dunque, consiste nella configurazione dello *sponsor* quale sottoscrittore delle cambiali finanziarie sponsorizzate, con l'obbligo di mantenerle in portafoglio sino alla loro naturale scadenza. Conseguenza di tale nuovo approccio è la *responsabilizzazione* dello *sponsor* nell'adempimento dei compiti che la legge gli attribuisce, poiché la corretta esecuzione di tali compiti è nel suo interesse di investitore diretto, e fino alla scadenza, dei titoli che assiste.

Inoltre, il comma 2 *bis* dispone per le società emittenti chiuse un requisito di natura contabile, richiedendosi che

*c) l'ultimo bilancio deve essere certificato da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili;*

A tal proposito, occorre rilevare che autorevole dottrina aziendalistica, in sede di primo commento sulle nuove norme<sup>57</sup>, esclude che tale certificazione possa essere effettuata dal collegio sindacale, *anche nell'ipotesi in cui quest'ultimo, a norma del secondo comma dell'art. 2409 bis c.c.*<sup>58</sup>, *sia legittimato dallo statuto sociale a svolgere la revisione legale dei conti e la società non sia tenuta alla redazione del bilancio consolidato*<sup>59</sup>.

Il decreto 83/2012 condiziona ad un ultimo requisito la facoltà delle società chiuse di emettere cambiali finanziarie; il nuovo comma 2 *bis* infatti dispone:

---

In seguito, la delibera Ccr 19 luglio 2005, art. 5, comma 2, e le Istruzioni di vigilanza 21 marzo 2007, art. 3, sez. IV, hanno *sic et simpliciter* prescritto che l'identità del garante e l'ammontare della garanzia siano indicati sui titoli, senza alcun riferimento né alle ipotesi in cui tale garanzia fosse richiesta né all'ammontare minimo.

Da ultimo, l'art. 32 del d.l. 83/2012 ha predisposto il citato sistema fondato sullo *sponsor*, richiedendo che questi, *in qualità d'investitore anziché come garante*, sottoscriva una quota minima, compresa tra il 5 ed il 2%, delle cambiali finanziarie emesse dalla società chiusa che assiste, determinando regressivamente tale quota in ragione dell'entità complessiva dell'emissione (BOMPANI A. - CATELANI E., *op. cit.*, p. 110).

<sup>57</sup> In precedenza, la delibera Ccr 3 marzo 1994 subordinava la facoltà di emettere cambiali finanziarie, per le società non aventi titoli negoziati in un mercato regolamentato, alla condizione che i bilanci degli ultimi tre esercizi fossero in utile. La successiva delibera Ccr 19 luglio 2005, la quale ha inserito le cambiali finanziarie nel novero degli strumenti finanziari di raccolta, non ha più recato alcuna indicazione in merito.

<sup>58</sup> Tale norma, rubricata *Revisione legale dei conti*, dispone: *-La revisione legale dei conti sulla società è esercitata da un revisore legale dei conti o da una società di revisione legale iscritti nell'apposito registro. -Lo statuto delle società che non siano tenute alla redazione del bilancio consolidato può prevedere che la revisione legale dei conti sia esercitata dal collegio sindacale. In tal caso il collegio sindacale è costituito da revisori legali iscritti nell'apposito registro.*

<sup>59</sup> BOMPANI A. - CATELANI E., *ibidem*; ivi si sostiene, altresì, che la revisione del bilancio non deve essere necessariamente effettuata da una società di revisione iscritta all'albo speciale tenuto dalla Consob, essendo tale requisito richiesto per i soli emittenti quotati in mercati regolamentati.

*d) le cambiali finanziarie devono essere emesse e girate esclusivamente in favore di investitori professionali che non siano, direttamente o indirettamente, soci della società emittente; il collocamento presso investitori professionali in rapporto di controllo con il soggetto che assume il ruolo di sponsor è disciplinato dalle norme vigenti in materia di conflitti di interesse.*

Tale norma assume rilevante valore sistematico, poiché individua – per la prima volta – il novero dei soggetti abilitati ad investire nelle cambiali finanziarie, sia pure con esclusivo riguardo ai titoli emessi da *società ed enti non aventi titoli rappresentativi del capitale negoziati in mercati regolamentati o non regolamentati*. La previgente normativa secondaria, infatti, pur disciplinando i profili soggettivi dell'emittente, ometteva ogni riferimento alle caratteristiche dei prenditori, con ciò inducendo la dottrina a concludere che qualunque soggetto potesse liberamente investire in cambiali finanziarie<sup>60</sup>.

Possono, dunque, rendersi prenditori delle cambiali finanziarie, emesse da società chiuse, solo soggetti che rivestano la qualifica di *investitore professionale*. Per quanto concerne la definizione di tali soggetti, l'art. 34 *ter*, lett. b), del Regolamento emittenti della Consob<sup>61</sup>

---

<sup>60</sup> SEGRETO A – CARRATO A., *op. cit.*, p. 722. SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 270, ove si afferma che “La l. 43/1994, mentre disciplina i profili soggettivi dell'emittente, nulla dice con riguardo ad eventuali qualifiche dei prenditori, ed in particolare al primo di essi: per la legge speciale, dunque, deve ritenersi che chiunque possa rendersi acquirente di una cambiale finanziaria”. Occorre tuttavia osservare che la dottrina da ultimo citata attribuisce alla l. 43/1994 contenuti invece propri della normativa secondaria. La legge 43/1994, infatti, nulla dispone con riguardo ai profili soggettivi dell'emittente, i quali sono stati individuati dalla delibera Cicr 3 marzo 1994.

Tale assetto della normativa è stato parzialmente modificato dalla delibera Cicr 19 luglio 2005, art. 4, e dalle Istruzioni di vigilanza 21 marzo 2007, art. 1, sez. IV, le quali hanno dichiarato applicabili gli artt. 2483 e 2526 c.c. alle cambiali finanziarie emesse da s.r.l. e società cooperative cui si applica la disciplina delle s.r.l.

Di conseguenza, i titoli emessi da tali categorie di società possono essere sottoscritti esclusivamente da *investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali*, con il corollario che chi trasferisce tali titoli risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima (art. 2483 c.c., comma 2). Si veda altresì *supra* Cap. II – Par. 3. *Profili soggettivi e requisiti per l'emissione*.

<sup>61</sup> L'art. 34 *ter*, lett. b), del Regolamento Consob n. 11971/1999 e successive modificazioni statuisce che: 1. *Le disposizioni contenute nel Capo I del Titolo II della Parte IV del Testo unico e quelle del presente Titolo non si applicano alle offerte al pubblico: [...] b) rivolte a investitori qualificati, intendendosi per tali i soggetti indicati all'articolo 26, comma 1, lettera d), del regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari, adottato dalla Consob con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modifiche. Le imprese di investimento e gli enti creditizi comunicano la propria classificazione, su richiesta, all'emittente, fatta salva la legislazione in vigore sulla protezione dei dati. Le imprese di investimento autorizzate a continuare a considerare tali gli attuali clienti professionali, a norma dell'articolo 71, paragrafo 6, della direttiva 2004/39/CE, sono autorizzate a trattare tali clienti come investitori qualificati ai sensi dell'articolo 100 del Testo unico.*

rinvia all'art. 26, comma 1, lett. d), del Regolamento intermediari<sup>62</sup>, il quale rimanda a sua volta all'Allegato n. 3 del medesimo Regolamento, rubricato *Clienti professionali privati*, a norma del quale:

*Un cliente professionale è un cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume.*

*I. Clienti professionali di diritto si intendono clienti professionali per tutti i servizi e gli strumenti di investimento:*

*(1) i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, siano essi italiani o esteri quali:*

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

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

*– totale di bilancio: 20 000 000 EUR, – fatturato netto: 40 000 000 EUR,  
– fondi propri: 2 000 000 EUR.*

Occorre rilevare che i soci, sia diretti che indiretti, della società emittente chiusa, ancorché siano dotati del requisito di professionalità, non possono rendersi sottoscrittori né in seguito giratari delle cambiali finanziarie emesse.

Nel novero degli investitori professionali è incluso lo *sponsor*, il quale è tenuto ad investire in una quota minima dei titoli emessi dalla società che assiste, a norma del comma 2 *bis* in esame. Il decreto 83/2012 consente altresì il *collocamento presso investitori professionali che siano in rapporto di controllo*<sup>63</sup> con il soggetto che assume il ruolo di *sponsor*, sottoponendo tuttavia

---

<sup>62</sup> L'art. 26, comma 1, lett. d), del Regolamento Consob n. 16190/2007 e successive modificazioni statuisce che: 1. Nel presente Libro [Libro III, Prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori] si intendono per: [...] d) «cliente professionale»: il cliente professionale privato che soddisfa i requisiti di cui all'Allegato n. 3 al presente regolamento e il cliente professionale pubblico che soddisfa i requisiti di cui al regolamento emanato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze ai sensi dell'articolo 6, comma 2-sexies del Testo Unico.

<sup>63</sup> La nozione generale di controllo è fornita dai primi due commi dell'art. 2359 c.c., rubricato *Società controllate e società collegate*. A norma dei citati commi: - Sono considerate società controllate: 1) le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria; 2) le società in cui un'altra società dispone dei voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea

tale collocamento alle norme vigenti in materia di conflitti d'interesse<sup>64</sup>.

Nonostante il decreto 83/2012 taccia sulle conseguenze della violazione dell'obbligo di girare le cambiali finanziarie solo ad investitori professionali, sembra potersi applicare, per identità di *ratio*, il disposto dell'art. 2483 c.c., secondo comma<sup>65</sup>. Di conseguenza, qualora le cambiali finanziarie siano girate in favore di soggetti che non presentano i requisiti di professionalità stabiliti dalla normativa secondaria, il girante risponde della solvenza dell'emittente.

#### 4. – LO SPONSOR E LA RILEVANZA DEL RATING

Il decreto legge 83/2012 costruisce attorno alla figura dello *sponsor* un complesso sistema di tutele, a beneficio degli investitori nelle cambiali finanziarie emesse da società chiuse. Sullo *sponsor* gravano, oltre che gli adempimenti stabiliti dal comma 2 *bis*, taluni ulteriori obblighi informativi; in particolare, la prima parte del nuovo comma 2 *ter*, introdotto dal d.l. 83/2012 nell'art. 1 della l. 43/1994, dispone che:

---

*ordinaria; 3) le società che sono sotto influenza dominate di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa. –Ai fini dell'applicazione dei numeri 1) e 2) del primo comma si computano anche i voti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a persona interposta: non si computano i voti spettanti per conto di terzi.*

Per quanto concerne gli assetti proprietari delle società 'quotate' si consideri la Sezione I Assetti proprietari, Capo II Disciplina delle società con azioni quotate, Titolo III Emittenti, Parte IV Disciplina degli emittenti del testo unico finanziario.

<sup>64</sup> In merito ai potenziali conflitti, intercorrenti tra la società esercente l'attività di direzione e coordinamento e le società soggette a tale attività, si vedano gli artt. 2497ss c.c. In particolare, il primo comma dell'art. 2497, concernente la responsabilità della società od ente controllante, dispone: *Le società o gli enti che, esercitando attività di direzione e coordinamento di società agiscono nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società medesime, sono direttamente responsabili nei confronti dei soci di queste per il pregiudizio arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale, nonché nei confronti dei creditori sociali per la lesione cagionata all'integrità del patrimonio della società. Non vi è responsabilità quando il danno risulta mancante alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento ovvero integralmente eliminato anche a seguito di operazioni a ciò dirette.*

È opportuno rilevare che attraverso l'espressione "rapporto di controllo" con lo *sponsor* si fa riferimento sia alle società controllanti che alle controllate e, secondo autorevole dottrina, anche alle società soggette a comune controllo nell'ambito di un gruppo societario (BOMPANI A. – CATELANI E., *op. cit.*, p. 111).

<sup>65</sup> Il secondo periodo di tale comma dispone: *In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima.*

*Lo sponsor deve segnalare, per ciascun emittente, se l'ammontare di cambiali finanziarie in circolazione è superiore al totale dell'attivo corrente, come rilevabile dall'ultimo bilancio approvato. Per attivo corrente si intende l'importo delle attività in bilancio con scadenza entro l'anno dalla data di riferimento del bilancio stesso.*

Tale norma solleva notevoli perplessità di carattere sistematico, poiché la nozione di *attivo corrente*, impiegata nella disposizione in commento, risulta inedita<sup>66</sup>. La chiarificazione del Legislatore, secondo cui *per attivo corrente si intende l'importo delle attività in bilancio con scadenza entro l'anno dalla data di riferimento del bilancio stesso*<sup>67</sup>, non apporta un reale contributo alla ricostruzione dell'istituto. Infatti, in virtù del riferimento generale alle *attività in bilancio con scadenza entro l'anno*, sarebbero incluse nella nozione di attivo corrente, oltre che i crediti, anche poste contabili quali le immobilizzazioni immateriali<sup>68</sup> e materiali<sup>69</sup>, con riguardo agli importi che "vanno a scadere, vuoi per obblighi di ammortamento, vuoi per fruizione dei relativi diritti, entro l'anno successivo a quello di riferimento"<sup>70</sup>.

Per determinare la nozione di attivo corrente occorre, dunque, ricostruire la *ratio* della norma che lo prescrive come parametro di un obbligo informativo gravante sullo *sponsor*. Il Legislatore impone allo *sponsor* di segnalare se l'ammontare delle cambiali in circolazione sia superiore al totale delle attività in bilancio con scadenza entro l'anno, nella presunzione che tali attività siano, *ancorché indirettamente*, volte a fronteggiare il rimborso delle cambiali finanziarie. L'eccedenza delle attività correnti rispetto all'ammontare delle cambiali finanziarie in circolazione viene, dunque, considerata alla stregua di un *indice di affidabilità dell'operazione*<sup>71</sup>.

---

<sup>66</sup> BOMPANI A. – CATELANI E., *op. cit.*, p. 112.

<sup>67</sup> Il bilancio cui il comma 2 *ter* fa riferimento è quello relativo all'esercizio sociale antecedente l'emissione delle cambiali finanziarie.

<sup>68</sup> Per *immobilizzazioni immateriali* s'intendono, a norma dell'art. 2424 c.c., lett. B), n. I, dell'Attivo: 1) *costi di impianto e ampliamento*; 2) *costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità*; 3) *diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno*; 4) *concessioni, licenze, marchi e diritti simili*; 5) *avviamento*; 6) *imm.ni incorso ed acconti*; 7) *altre*.

<sup>69</sup> Per *immobilizzazioni materiali* s'intendono, a norma dell'art. 2424 c.c., lett. B), n. II, dell'Attivo: 1) *terreni e fabbricati*; 2) *impianti e macchinari*; 3) *attrezzature industriali e commerciali*; 4) *altri beni*; 5) *imm.ni in corso ed acconti*.

<sup>70</sup> BOMPANI A. – CATELANI E., *ibidem*.

<sup>71</sup> Il Legislatore ovviamente non postula che la società emittente rimborsi le cambiali finanziarie in scadenza *direttamente con le attività correnti*, essendo l'eccedenza di queste ultime rispetto

L'intervallo temporale prescelto, pari a un anno dalla data dell'ultimo bilancio approvato, si spiega in virtù della durata media delle cambiali finanziarie, stimata appunto in un anno, calcolata dal Legislatore a partire dai nuovi termini di scadenza dei titoli in esame, pari a un mese nel minimo e tre anni nel massimo.

Il parametro individuato dal d.l. 83/2012 per determinare l'affidabilità dell'emissione risponde, quindi, alla medesima esigenza dell'*acid test ratio* o *quick ratio*, criterio elaborato dalla disciplina aziendalistica anglosassone, consistente nel rapporto tra la liquidità immediata ed i crediti, al numeratore, e le passività correnti, al denominatore<sup>72</sup>.

Di conseguenza, tra le varie interpretazioni dell'espressione *attivo corrente* che possono fornirsi<sup>73</sup>, appare preferibile propendere per un'accezione intermedia, comprendente sia i crediti verso clienti che quelli verso imprese consociate. La ragione di tale opinione si fonda, altresì, su quanto dispone il terzo periodo del citato comma 2 *ter*, a norma del quale:

*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.*

La facoltà di parametrare l'obbligo di segnalazione in esame sul bilancio consolidato e non già sul bilancio della singola impresa inclusa nel consolidamento implica, come corollario, l'elisione dei finanziamenti infragruppo dal calcolo dell'attivo corrente. Di

all'ammontare delle cambiali finanziarie un elemento di valutazione sulla *solidità e serietà* dell'iniziativa posta in essere dall'emittente.

<sup>72</sup> BOMPANI A. – CATELANI E., *op. cit.*, p. 113; si rileva che la pratica contabile, con riferimento all'*acid test ratio*, suggerisce un coefficiente ottimale pari all'unità.

<sup>73</sup> L'espressione *attivo corrente* è illustrata, come riferito, nei seguenti termini dal Legislatore: *per attivo corrente si intende l'importo delle attività in bilancio con scadenza entro l'anno dalla data di riferimento del bilancio stesso*. Tale sforzo chiarificatore del Legislatore non ha altro effetto che spostare i dubbi interpretativi dalla locuzione *attivo corrente* all'espressione *attività con scadenza entro l'anno*, la quale è invero generica e amplissima. La dottrina aziendalistica ha enucleato quattro diverse interpretazioni, ciascuna con una latitudine differente, dell'espressione in commento.

Anzitutto può ritenersi che il Legislatore voglia indicare tutte le attività in scadenza entro l'anno, ivi inclusi, ad es., i costi di impianto e ampliamento, i costi di ricerca e sviluppo ed i diritti di brevetto industriale, *limitatamente all'ammortamento di competenza dell'esercizio considerato ovvero per l'esaurimento dei relativi diritti*.

Secondo un'altra accezione, l'espressione *attivo corrente* rimanderebbe a tutti i crediti sociali, quindi anche alle disponibilità liquide ed ai risconti attivi.

Secondo un orientamento intermedio, invece, tale locuzione sarebbe riferita ai soli crediti, riportati nello stato patrimoniale con separata indicazione, per ciascuna voce, degli importi esigibili oltre l'esercizio successivo, e cioè ai crediti verso clienti e ai crediti verso imprese consociate, a norma di quanto indicato dall'art. 2424 c.c., Attivo circolante, numero II.

Un'ultima accezione limita l'attivo corrente ai soli crediti v/clienti.



conseguenza, qualora l'emittente si presenti viceversa in modo singolo e autonomo<sup>74</sup>, è necessario che l'attivo corrente tenga conto anche dei crediti verso le imprese consociate.

La facoltà di tener conto del bilancio consolidato si fonda sulla presunzione stabilita dall'art. 2497 *sexies* c.c., in virtù del quale *si presume salvo prova contraria che l'attività di direzione e coordinamento di società sia esercitata dalla società o ente tenuto al consolidamento dei loro bilanci o che comunque le controlla ai sensi dell'art. 2359*<sup>75</sup>.

Tale presunzione *iuris tantum* implica, quindi, che la società tenuta alla redazione del bilancio consolidato è *direttamente responsabile*, alle condizioni dettate dall'art. 2497 c.c., verso i creditori sociali delle imprese incluse nel consolidamento<sup>76</sup>. Di conseguenza, parametrare l'obbligo di segnalazione in esame sull'attivo corrente di tutte le imprese consolidate non sottrae alcuna tutela ai prenditori delle cambiali finanziarie, i quali sono direttamente protetti nei confronti dalla società esercente l'attività di direzione e coordinamento<sup>77</sup>.

Occorre altresì rilevare che, attraverso la nozione di *attivo corrente*, il Legislatore ha inteso stabilire il limite quantitativo all'emissione di cambiali finanziarie, sostituendo i previgenti criteri fissati dalla normativa secondaria<sup>78</sup>. L'art. 32, sesto comma, del decreto in esame statuisce infatti:

*Il limite massimo all'ammontare di cambiali finanziarie in circolazione è pari al totale dell'attivo corrente come rilevabile dall'ultimo bilancio approvato.*

L'*attivo corrente*, di conseguenza, non si qualifica solo come il parametro di un obbligo informativo gravante sullo *sponsor*, avente l'obiettivo di fornire ai potenziali investitori un

---

<sup>74</sup> BOMPANI A. – CATELANI E., *op. cit.*, p. 114.

<sup>75</sup> Per la nozione di controllo, enunciata nell'art. 2359 c.c., si veda *supra* nota 63.

<sup>76</sup> L'attività di direzione e coordinamento, presunta in capo alla società o ente tenuto alla redazione del bilancio consolidato, comporta l'applicazione del peculiare regime di responsabilità verso soci e creditori delle società incluse nel consolidamento, a norma dell'art. 2497 c.c. riportato *supra* in nota 64.

<sup>77</sup> In tal modo, le cambiali finanziarie emesse dalla società controllata possono beneficiare di una migliore valutazione presso i potenziali investitori, stante il diretto coinvolgimento della società controllante. Qualora, viceversa, ad avvalersi della facoltà in parola non sia una società controllata bensì la stessa controllante, il vantaggio conseguito consiste nel parametrare l'ammontare delle cambiali in circolazione sull'attivo circolante di tutte le imprese consolidate, così da *diluirne* l'incidenza complessiva.

<sup>78</sup> L'art. 5 della delibera Cnr 19 luglio 2005 estendeva alle cambiali finanziarie i limiti all'emissione stabiliti dal Codice civile per le obbligazioni. Le società per azioni, in accomandita per azioni e cooperative avevano facoltà di emettere i titoli in esame entro i limiti e con le deroghe di cui all'art. 2412 c.c. Per le società a responsabilità limitata e le cooperative soggette alle norme sulle s.r.l. si faceva applicazione, rispettivamente, degli artt. 2483 e 2526 c.c. Per l'esame di tali norme si veda *supra* Cap. II – Par. 3. *Profili soggettivi e requisiti per l'emissione.*

*indice di affidabilità* dell'operazione attuata dall'emittente. Il Legislatore ha individuato, in conformità ad esigenze di equilibrio finanziario<sup>79</sup>, proprio nella nozione di *attivo corrente* il *maximum* di cambiali finanziarie che sono contestualmente ammesse alla circolazione.

Inoltre, al fine di garantire agli investitori, peraltro qualificati<sup>80</sup>, una corretta informazione sul merito di credito delle società emittenti cambiali finanziarie, gli ultimi due periodi del nuovo comma 2 *ter* stabiliscono che:

*Lo sponsor classifica l'emittente al momento dell'emissione, distinguendo almeno cinque categorie di qualità creditizia dell'emittente, ottima, buona, soddisfacente, scarsa e negativa, da mettere in relazione, per le operazioni garantite, con i livelli di garanzia elevata, normale o bassa. Lo sponsor rende pubbliche le descrizioni della classificazione adottata.*

Il decreto 83/2012 richiede, dunque, che lo *sponsor* individui lo *standing* creditizio dell'emittente, utilizzando una classificazione articolata su cinque categorie. Tale valutazione è ulteriore, e potenzialmente alternativa, a quella facoltativamente affidata alle società di *rating*<sup>81</sup>, con la peculiare caratteristica di essere resa da un soggetto, lo *sponsor*, impegnato quale diretto investitore, fino a naturale scadenza, nelle cambiali finanziarie sponsorizzate<sup>82</sup>.

La limitazione, ai soli investitori professionali, della facoltà di sottoscrivere cambiali finanziarie, emesse da società chiuse, spiega la ragione per cui la norma consenta l'emissione anche qualora l'*investment grade*, attribuito dallo *sponsor*, sia negativo<sup>83</sup>.

---

<sup>79</sup> La società che abbia emesso un volume di cambiali finanziarie, *considerate indipendentemente dagli altri strumenti di debito*, eccedente il totale dell'attivo corrente segnala un disequilibrio nella propria struttura finanziaria, configurandosi come gravemente sottocapitalizzata. Di conseguenza, tale società rende manifesto il pericolo, nella valutazione del Legislatore, di non poter far fronte al rimborso delle cambiali finanziarie in circolazione.

<sup>80</sup> Le cambiali finanziarie emesse da società chiuse possono essere offerte esclusivamente ad investitori professionali, secondo quanto dispone la lettera *d*) del comma 2 *bis*. Per la nozione di investitore professionale e l'esame della norma citata si rimanda *supra* Cap. III - Par. 3. *Profili soggettivi e requisiti per l'emissione*.

<sup>81</sup> Per quanto concerne la prassi di assoggettare gli strumenti finanziari alla valutazione delle società di *rating*, al fine di accrescere la fiducia degli investitori nell'affidabilità dello strumento, si veda *supra* Cap. I - Par. 4. nota 138.

<sup>82</sup> La disposizione in esame impone che la qualità creditizia degli emittenti 'non quotati' sia valutata da un soggetto, quale lo *sponsor*, che *assevera la propria valutazione sottoscrivendo una quota dei titoli*, che poi deve mantenere in portafoglio fino alla scadenza. Tale valutazione, dotata quindi di considerevole autorevolezza, prescinde dall'eventuale volontaria sottoposizione dell'emittente al giudizio di un'agenzia di *rating*.

<sup>83</sup> Gli investitori professionali sono, infatti, qualificati, a norma dell'Allegato 3 al Regolamento intermediari della Consob, come soggetti che possiedono *l'esperienza, le conoscenze e la competenza*

Occorre altresì rilevare che il comma 2 *ter* impone di operare la valutazione *al momento dell'emissione*, con la conseguenza che lo *sponsor* non è tenuto ad alcuna segnalazione allorché il merito di credito dell'emittente in seguito si deteriori.

Il decreto 83/2012 non specifica attraverso quale *veicolo* lo *sponsor* sia tenuto ad adempiere gli obblighi informativi in esame, inducendo la dottrina a ritenere che "la comunicazione debba essere data in contestualità e con inserimento nelle eventuali forme di comunicazione sui giornali, o nel materiale a stampa diffuso tra gli interessati, o nei messaggi diffusi via internet o negli altri canali che vengono utilizzati<sup>84</sup>".

Il decreto legge 83/2012 ha costruito il sistema di tutele incentrato sullo *sponsor* al fine di incrementare la fiducia degli investitori nelle cambiali finanziarie emesse dalle piccole e medie imprese<sup>85</sup>. Di conseguenza, qualora le cambiali finanziarie siano emesse da società diverse dalle medie e piccole imprese, ancorché non facenti ricorso al mercato del capitale di rischio, nella valutazione del Legislatore si attenua l'esigenza di specifiche tutele. A tal proposito, il nuovo comma 2 *quater*, inserito nell'art. 1 della l. 43/1994 dal d.l. 83/2012, dispone:

*In deroga a quanto previsto dal comma 2-bis, lettere a) e b), del presente articolo, le società diverse dalle medie e dalle piccole imprese, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, del 6 maggio 2003, possono rinunciare alla nomina dello sponsor.*

In virtù di tale norma, *le società e gli enti non aventi titoli rappresentativi del capitale negoziati in mercati regolamentati o non regolamentati, purché rispondano ai requisiti dimensionali prescritti, hanno facoltà di emettere cambiali finanziarie senza l'assistenza di uno sponsor*. Tale facoltà non è più, dunque, subordinata alla sottoscrizione, da parte di una

---

*necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume. Si veda altresì supra Cap. III - Par. 2. note 61s.*

<sup>84</sup> BOMPANI A. - CATELANI E., *op. cit.*, pp. 111s.

<sup>85</sup> Tale categoria di imprese è definita dalla delibera Consob 18079/2012, art. 1, lett. c), nei seguenti termini: "*piccole e medie imprese*": *le società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfano almeno due dei tre criteri seguenti: 1. numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250; 2. totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 milioni di euro; 3. fatturato annuo netto non superiore a 50 milioni di euro*. La delibera Consob recepisce la definizione di piccole e medie imprese fornita dalla delibera 2003/361/CE della Commissione europea, per la quale si rinvia *supra* Cap. III - Par. 2.

banca o di un intermediario finanziario<sup>86</sup>, d'un *minimum* tassativamente prescritto dei titoli emessi<sup>87</sup>.

La *ratio* della disposizione si rinviene nella considerazione che le società interessate, in virtù della loro dimensione, presentano agli investitori requisiti di affidabilità maggiori delle piccole e medie imprese. Tuttavia il Legislatore, con la deroga in esame, non intende eliminare lo *scalino normativo* tra società aperte e chiuse e stabilisce, di conseguenza, una condizione per la rinuncia allo *sponsor*. A tal fine, il nuovo comma 2 *quinquies* prescrive che:

*Si può derogare al requisito di cui al comma 2-bis, lettera b), qualora l'emissione sia assistita, in misura non inferiore al 25 per cento del valore di emissione, da garanzie prestate da una banca<sup>88</sup> o da un'impresa di investimento<sup>89</sup>, ovvero da un consorzio di garanzia collettiva dei fidi<sup>90</sup> per le cambiali emesse da società aderenti al consorzio.*

---

<sup>86</sup> Per quanto concerne l'individuazione dei soggetti che possono assumere la qualità di *sponsor*, si veda *supra* Cap. III - Par. 2 *Profili soggettivi e requisiti per l'emissione*.

<sup>87</sup> Tuttavia, la deroga in esame non esonera le società diverse dalle medie e piccole imprese, *non aventi azioni negoziate su mercati regolamentati o non regolamentati*, dalle altre due condizioni cui il comma 2 *bis* subordina l'emissione di cambiali finanziarie. In particolare, permane l'obbligo di certificazione dell'ultimo bilancio antecedente l'emissione, così come quello di emettere e girare i titoli solo in favore di investitori professionali. Per l'esame dei requisiti cui il comma 2 *bis* condiziona l'emissione di cambiali finanziarie, si rimanda *supra* al paragrafo 2.

<sup>88</sup> Per banca s'intende l'impresa autorizzata all'esercizio dell'attività riservata di cui all'art. 10 Tub ed iscritta nell'albo individuato dall'art. 12 del medesimo testo unico. Per la nozione di banca, si veda altresì *supra* nota 45.

<sup>89</sup> Per imprese di investimento si intendono le Sim, le imprese di investimento comunitarie e quelle extracomunitarie, secondo quanto dispone l'art. 1, primo comma, lett. h), Tuf. Per la definizione delle società finanziarie citate, si rimanda *supra* Cap. II - Par. 5. *La cambiale finanziaria quale strumento finanziario; la tutela del pubblico risparmio prima della riforma*, nota 153.

<sup>90</sup> La nozione di consorzio di garanzia collettiva dei fidi - denominato, per brevità, *confidi* - è fornita dall'art. 13, primo comma, del decreto legge 25 novembre 2003, n. 274. Tale norma dispone: 1. *Ai fini del presente decreto si intendono per: «confidi», i consorzi con attività esterna, le società cooperative, le società consortili per azioni, a responsabilità limitata o cooperative, che svolgono l'attività di garanzia collettiva dei fidi; per «attività di garanzia collettiva dei fidi», l'utilizzazione di risorse provenienti in tutto o in parte dalle imprese consorziate o socie per la prestazione mutualistica e imprenditoriale di garanzie volte a favorirne il finanziamento da parte delle banche e degli altri soggetti operanti nel settore finanziario; per «confidi di secondo grado», i consorzi con attività esterna, le società cooperative, le società consortili per azioni, a responsabilità limitata o cooperative, costituiti dai confidi ed eventualmente da imprese consorziate o socie di questi ultimi o da altre imprese; per «piccole e medie imprese», le imprese che soddisfano i requisiti della disciplina comunitaria in materia di aiuti di Stato a favore delle piccole e medie imprese determinati dai relativi decreti del Ministro delle attività produttive e del Ministro delle politiche agricole e forestali; per «testo unico bancario», il decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, e successive modificazioni e integrazioni; per «elenco speciale» l'elenco previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario; per «riforma delle società», il decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6. In sede di prima applicazione, e fino alla chiusura del terzo esercizio, il consiglio di amministrazione è composto dai soggetti indicati all'articolo 3 della legge 14 ottobre 1964, n. 1068, e successive modificazioni.*

Occorre, a tal proposito, notare che la condizione cui è subordinata la facoltà di rinunciare allo *sponsor* si configura, paradossalmente, come ben più onerosa del ricorso a tale soggetto. La norma in esame richiede, infatti, che l'investimento diretto nelle cambiali finanziarie, effettuato dallo *sponsor* in misura variabile tra il 2 e il 5% in ragione dell'ammontare complessivo dell'emissione, sia sostituito da una garanzia che copra almeno il 25% del valore di emissione, con ciò rendendo *comunque* più conveniente la nomina dello *sponsor*<sup>91</sup>.

Mette conto rilevare che la società emittente, al fine di incrementare l'interesse degli investitori nelle cambiali finanziarie, può in ogni caso stipulare, in aggiunta alla nomina dello *sponsor*, una garanzia sui titoli emessi. In tal caso lo *sponsor* è tenuto, in adempimento dei propri obblighi di segnalazione, a porre in relazione la qualità creditizia dell'emittente con l'entità della garanzia prestata, distinguendo, a norma del comma 2 *ter*, tra livelli di garanzia elevata, normale o bassa<sup>92</sup>.

Il decreto 83/2012 si incarica, inoltre, di prevedere un regime di esenzione temporanea dall'obbligo di certificazione del bilancio, a favore delle società che non fanno ricorso ad un revisore esterno. A tal fine, il comma 2 *sexies* dell'art. 1 dispone:

*Per un periodo di diciotto mesi dalla data di entrata in vigore della disposizione di cui al comma 2-bis, lettera c), si può derogare all'obbligo, ivi previsto, di certificazione del bilancio, qualora l'emissione sia assistita, in misura non inferiore al 50 per cento 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 al predetto periodo di diciotto mesi.*

---

<sup>91</sup> La disposizione in commento richiede, affinché una società chiusa possa rinunciare alla nomina dello *sponsor*, il medesimo adempimento in precedenza prescritto dalla delibera Cizr 3 marzo 1994. Tale provvedimento stabiliva che le società non aventi titoli negoziati in mercati regolamentati potessero emettere cambiali finanziarie solo con l'assistenza di una garanzia pari al 50% del valore di emissione dei titoli (SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 264). Tale condizione è stata superata dalla delibera Cizr 19 luglio 2005 perché ritenuta eccessivamente onerosa, sorprende dunque che il decreto 83/2012 subordini la rinuncia alla nomina dello *sponsor* proprio ad una garanzia, sebbene dimidiata nel suo ammontare.

<sup>92</sup> "È da ritenersi che l'inserimento nelle diverse categorie ottima, buona, soddisfacente, scarsa e negativa intervenga in base alla combinazione o corrispondenza biunivoca che si otterrà correlando tra loro la qualità creditizia dell'emittente con il livello percentuale della garanzia dell'intermediario finanziario" (BOMPANI A. – CATELANI E., *op. cit.*, p. 116).

La disposizione in commento accorda alle società chiuse, a prescindere dalla nomina di uno *sponsor*<sup>93</sup>, la facoltà di emettere cambiali finanziarie in deroga all'obbligo di certificazione del bilancio, per un periodo transitorio pari a diciotto mesi dall'entrata in vigore dell'obbligo medesimo.

Il Legislatore intende, attraverso la facoltà in esame, agevolare l'emissione di cambiali finanziarie da parte di quelle imprese che non abbiano ancora fatto ricorso ad un soggetto esterno, revisore persona fisica o società di revisione, per la certificazione dei bilanci<sup>94</sup>. Risulta in tal modo confermato l'obiettivo generale, che presiede all'intero intervento normativo, di aprire nuovi canali di finanziamento per le piccole e medie imprese.

L'interesse degli investitori richiede, tuttavia, che tale facoltà sia coadiuvata da un complesso di tutele. Di conseguenza, la norma transitoria in esame subordina l'emissione senza previa certificazione dell'ultimo bilancio al concorso di due, peraltro onerose, condizioni. Si richiede, anzitutto, che le cambiali finanziarie siano assistite da garanzia, in misura non inferiore al 50% del valore di emissione dei titoli. Inoltre, la durata delle cambiali finanziarie deve essere compresa entro il periodo transitorio per il quale la deroga è stabilita: anziché trentasei mesi, gli strumenti emessi senza certificazione dell'ultimo bilancio hanno scadenza massima pari a diciotto mesi.

##### 5. – LA “NUOVA” CAMBIALE FINANZIARIA COME STRUMENTO FINANZIARIO E IL REGIME DI DEMATERIALIZZAZIONE

In ottemperanza all'obiettivo di incrementare la diffusione delle cambiali finanziarie tra le piccole e medie imprese, il decreto 83/2012 circoscrive il proprio intervento ai soli profili della normativa suscettibili di incentivare il ricorso allo strumento.

Di conseguenza, la novella del 2012 non ha modificato la riconduzione delle cambiali finanziarie, al pari delle obbligazioni e degli altri titoli di debito, al *genus* strumenti finanziari

---

<sup>93</sup> Il comma 2 *quater*, nel disciplinare la facoltà di rinunciare allo *sponsor*, richiede che in ogni caso l'ultimo bilancio, antecedente l'emissione, delle società chiuse sia certificato da un soggetto abilitato alla revisione.

<sup>94</sup> In particolare, la norma è indirizzata a quelle società che, avvalendosi dell'art. 2409 *bis* c.c. secondo comma, hanno affidato al collegio sindacale la revisione legale dei conti. Tale organo non è tuttavia abilitato, a norma del comma 2 *bis*, alla certificazione rilevante ai fini dell'emissione di cambiali finanziarie (BOMPANI A. – CATELANI E., *op. cit.*, p. 116).

di raccolta, secondo quanto disposto dalla delibera Cicr 19 luglio 2005<sup>95</sup>. L'art. 32 del d.l. 83/2012 ha stabilito, altresì, che le cambiali finanziarie, ai fini dell'intervento normativo in esame, costituiscono *titoli similari alle obbligazioni*, con ciò rafforzando i profili di complementarità tra i due strumenti di raccolta<sup>96</sup>.

Il decreto 83/2012 conferma, dunque, l'appartenenza delle cambiali finanziarie al novero delle *forme di raccolta del risparmio*, disciplinate dall'art. 11 del testo unico bancario<sup>97</sup>. Acquista particolare rilevanza, stante la sussunzione dei titoli in esame entro il medesimo *genus* delle obbligazioni, quanto dispongono le lettere c) e d) dell'art. 11, comma 4, Tub:

*Il divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico non si applica: [...]*

c) *alle società, per la raccolta effettuata ai sensi del codice civile, mediante obbligazioni, titoli di debito ed altri strumenti finanziari;*

d) *alle altre ipotesi di raccolta espressamente consentite dalla legge, nel rispetto del principio di tutela del risparmio.*

A tal proposito, occorre tuttavia rilevare che le cambiali finanziarie emesse da società chiuse non possono essere inizialmente collocate, né in seguito girate, a favore di investitori che non constino dei requisiti di professionalità stabiliti dalla normativa secondaria<sup>98</sup>. Di conseguenza, per quanto concerne le società chiuse, le cambiali finanziarie non si qualificano come titoli destinati al pubblico dei risparmiatori, bensì ai soli *clienti professionali* come definiti dal Regolamento Consob n. 16190/2007<sup>99</sup>.

---

<sup>95</sup> L'art. 3 di tale delibera statuisce: *Costituiscono strumenti finanziari di raccolta del risparmio le obbligazioni, i titoli di debito e gli altri strumenti finanziari che, comunque denominati e a prescindere dall'eventuale attribuzione di diritti amministrativi, contengono un obbligo di rimborso ai sensi dell'art. 1.*

<sup>96</sup> Si rammenta che il *termine massimo* di durata delle cambiali finanziarie, pari a trentasei mesi dalla data di emissione, coincide con il *termine minimo* di durata delle obbligazioni postergate e subordinate, la cui riforma è recata dal medesimo art. 32 che novella la disciplina delle cambiali finanziarie. Per la nozione di obbligazione postergata e subordinata si veda *supra* nota 21.

<sup>97</sup> L'art. 1, ult. comma, della l. 43/1994 attualmente dispone, inalterato: *L'emissione di cambiali finanziarie costituisce raccolta del risparmio ai sensi dell'articolo 11 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, ed è disciplinata dalle disposizioni del medesimo articolo.*

<sup>98</sup> Il comma 2 bis, lett. d), introdotto nell'art. 1 della l. 43/1994 dall'art. 32 del d.l. 83/2012, stabilisce infatti: *Le cambiali finanziarie devono essere emesse e girate esclusivamente in favore di investitori professionali che non siano, direttamente o indirettamente, soci della società emittente; il collocamento presso investitori professionali in rapporto di controllo con il soggetto che assume il ruolo di sponsor è disciplinato dalle norme vigenti in materia di conflitti di interesse.* Per l'esame di tale norma si rimanda *supra* Cap. III - Par. 3. *Profili soggettivi e requisiti per l'emissione.*

<sup>99</sup> Per quanto concerne la nozione di cliente professionale si veda *supra* note 61s.

Inoltre, il decreto 83/2012, mentre lascia inalterato l'art. 4 della legge 43/1994<sup>100</sup>, provvede a riformare un profilo della normativa subordinato alla riconduzione delle cambiali finanziarie entro il *genus* valori mobiliari, cioè il regime di dematerializzazione dei titoli.

Autorevole dottrina, peraltro, anteriormente alla novella del 2012, aveva fatto discendere l'applicabilità delle norme in materia di dematerializzazione, di cui al d.lgs. 213/1998, dalla qualificazione della cambiale finanziaria come strumento finanziario<sup>101</sup>. Tuttavia né la legge 43/1994 né la normativa secondaria di attuazione disponevano alcunché in ordine alla dematerializzazione delle cambiali finanziarie, inducendo la dottrina a ricostruire il vuoto normativo attraverso il rinvio alle disposizioni generali<sup>102</sup>. A tale lacuna ha posto rimedio l'art. 32 del d.l. 83/2012, il quale ha introdotto nella l. 43/1994 il nuovo articolo 1 *bis*, a norma del quale:

1. Fermo restando quanto previsto dall'articolo 83-bis, comma 1, del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58<sup>103</sup>, e successive modificazioni, le cambiali finanziarie possono essere emesse anche in forma dematerializzata; a tal fine

---

<sup>100</sup> A norma del quale: *Le cambiali finanziarie sono considerate valori mobiliari per qualsiasi finalità prevista dall'ordinamento.*

<sup>101</sup> SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 284; ivi si afferma: “La riconosciuta qualificabilità come ‘strumento finanziario’ della cambiale finanziaria comporta, tra le altre conseguenze, l'applicabilità ad essa delle norme in materia di dematerializzazione, di cui al d.lgs. 24 giugno 1998, n. 213”.

L'art. 4 della l. 43/1994, sussumendo le cambiali finanziarie entro il *genus* valore mobiliare, ne implica la qualificazione come strumenti finanziari, ai sensi dell'art. 1, comma 2, del Tuf. Tale norma, infatti, stabilisce che per strumenti finanziari si intendono, *inter alia*, i valori mobiliari. Si veda altresì *supra* Cap I – Par. 3. *La cambiale finanziaria quale valore mobiliare.*

<sup>102</sup> “Si deve distinguere, pertanto, tra una dematerializzazione obbligatoria legale, qualora i titoli in questione siano ‘negoziati o destinati alla negoziazione sui mercati regolamentati’ (art. 28, 1° co. d.legisl. 213/1998; si noti, per inciso, che resta una mera questione di fatto il constatare, al momento, l'assenza di negoziazione delle cambiali finanziarie in un mercato regolamentato), una obbligatoria regolamentare, nell'ipotesi in cui la Consob ciò ritenesse di imporre ‘in funzione della (...) diffusione tra il pubblico delle cambiali (art. 28, 2° co., d.legisl. 213/1998) ed, infine, una meramente facoltativa” (SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *ibidem*). Si veda, inoltre, *supra* Cap. II – Par. 5 *La cambiale finanziaria come strumento finanziario. La tutela del pubblico risparmio prima della riforma.*

<sup>103</sup> L'art. 83 bis del Tuf, recante la disciplina dell'ambito di applicazione della gestione accentrata in regime di dematerializzazione, dispone: 1. *Gli strumenti finanziari negoziati o destinati alla negoziazione sui mercati regolamentati italiani non possono essere rappresentati da documenti.* 2. *In funzione della loro diffusione tra il pubblico il regolamento 81, comma 1, può prevedere che siano assoggettati alla disciplina della presente sezione anche strumenti finanziari non aventi le caratteristiche indicate al comma 1. 3. L'emittente strumenti finanziari può assoggettarli alla disciplina della presente sezione.*

L'ultimo comma del nuovo articolo 1 bis, introdotto dal d.l. 83/2012 nella l. 43/1994, statuisce altresì che: *Si applicano, ove compatibili, le 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.*



*l'emittente si avvale esclusivamente di una società autorizzata alla prestazione del servizio di gestione accentrata di strumenti finanziari*<sup>104</sup>.

Tale norma è funzionale ad incentivare la diffusione delle cambiali finanziarie, dato che la dematerializzazione consente una celere e semplificata circolazione degli strumenti, *evitando la materiale tradizione, girata e consegna del titolo*<sup>105</sup>.

Il nuovo articolo 1 bis della l. 43/1994 detta, altresì, gli adempimenti richiesti al fine dell'emissione di cambiali finanziarie in forma dematerializzata:

*2. Per l'emissione di cambiali finanziarie in forma dematerializzata, l'emittente invia una richiesta alla società di gestione accentrata di strumenti finanziari, contenente la promessa incondizionata di pagare alla scadenza le somme dovute ai titolari delle cambiali finanziarie che risultano dalle scritture contabili degli intermediari depositari.*

Nella richiesta, inviata alla società di gestione accentrata di strumenti finanziari, devono essere specificati, inoltre, a norma del secondo comma dell'art. 1 bis: *a) l'ammontare totale dell'emissione; b) l'importo di ciascuna 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, primo comma, numeri da 3) a 7)*<sup>106</sup>, del regio decreto 14 dicembre 1933, n. 1669; *g) le eventuali garanzie a supporto dell'emissione, con l'indicazione dell'identità del garante e l'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 delle imprese al quale l'emittente è iscritto.*

Da ultimo, occorre rilevare che alle cambiali emesse da società chiuse, destinate

---

<sup>104</sup> L'attività di gestione accentrata è disciplinata dal Titolo II, Parte III, del Tuf, artt. 80 e seguenti. In particolare, l'art. 81 Tuf reca la disciplina generale delle società di gestione accentrata; i primi due commi di tale norma, necessari per enucleare la nozione di *società di gestione accentrata di strumenti finanziari*, dispongono: 1. L'attività di gestione accentrata di strumenti finanziari ha carattere di impresa ed è esercitata nella forma di società per azioni, anche senza fine di lucro. 2. Le società di gestione accentrata hanno per oggetto esclusivo la prestazione del servizio di gestione accentrata di strumenti finanziari, ai sensi del capo II del presente titolo. Esse possono svolgere attività connesse e strumentali.

<sup>105</sup> BOMPANI A. - CATELANI E., *op. cit.*, p. 119.

<sup>106</sup> Per quanto concerne i requisiti del vaglia cambiario, di cui la cambiale finanziaria costituisce una *species* a norma dell'art. 1, comma primo, della l. 43/1994, si veda *supra* Cap II - Par. 2. *Connotati del titolo.*

esclusivamente ad investitori professionali<sup>107</sup>, non si applica la normativa in materia di prospetto, prevista dall'art. 94 e seguenti del testo unico finanziario<sup>108</sup>. Infatti, le offerte di strumenti finanziari *rivolte ai soli investitori qualificati* vanno esenti dalla disciplina primaria e secondaria sul prospetto, ai sensi del combinato disposto dell'art. 100, comma primo<sup>109</sup>, Tuf e dell'art. 32 *ter* Regolamento emittenti, come modificato dalla delibera Consob 18079/2012<sup>110</sup>.

## 6. – VANTAGGI ECONOMICI DELL'INVESTIMENTO NELLA “NUOVA” CAMBIALE FINANZIARIA

Il decreto 83/2012, al fine di 'rilanciare' le cambiali finanziarie quali strumenti d'indebitamento per il finanziamento delle società, s'incarica altresì di riformare il trattamento fiscale dei titoli in parola.

Con riferimento all'imposta di bollo, il quinto comma del nuovo articolo 1 *bis*, introdotto nella l. 43/1994 dall'art. 32 del d.l. 83/2012, dispone:

*Le cambiali emesse ai sensi del presente articolo sono esenti dall'imposta di bollo di cui al decreto del Presidente della Repubblica 26 ottobre 1972, n. 642, ferma*

---

<sup>107</sup> Tale requisito di destinazione esclusiva è previsto dalla lettera *d*) del nuovo comma 2 *bis*, inserito nell'art. 1 della l. 43/1994 dal d.l. 83/2012. Per la trattazione di tale vincolo, si veda *supra* Cap. III – Par. 3.

<sup>108</sup> Per quanto concerne il prospetto informativo, la delibera Consob 15232/2005 aveva dichiarato inapplicabile la relativa disciplina alle offerte di prodotti finanziari aventi *valore nominale unitario minimo* di almeno 50 mila euro. Di conseguenza, le cambiali finanziarie erano *sempre* sottratte alla disciplina sul prospetto, giacché le Istruzioni di vigilanza 21 marzo 2007 fissano il taglio minimo unitario di tali titoli proprio in 50 mila euro (SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 283).

Tuttavia, la delibera Consob 18079/2012, modificativa del Regolamento emittenti, ha innalzato il valore nominale unitario minimo utile per l'esenzione da 50 a 100 mila euro, sicché le cambiali finanziarie aventi taglio inferiore sono assoggettate alla disciplina in materia di prospetto. Si veda altresì *supra* Cap. I – Par. 3. *La cambiale finanziaria quale valore mobiliare*.

<sup>109</sup> L'art. 100, comma 1, prescrive: *Le disposizioni del presente Capo [Offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita] non si applicano alle offerte: a) rivolte ai soli investitori qualificati come definiti dalla Consob con regolamento in base ai criteri fissati dalle disposizioni comunitarie*.

<sup>110</sup> In merito a tale novella si veda altresì *infra* Cap IV – Par. 3. Mette conto rilevare l'importanza dell'esenzione dal prospetto, soprattutto per le piccole e medie imprese. I rilevanti oneri connessi alla predisposizione di tale documento, unitamente al relativo regime di responsabilità, hanno costituito in passato un ostacolo alla diffusione delle cambiali finanziarie tra le imprese di minori dimensioni.

*restando comunque l'esecutività del titolo*<sup>111</sup>.

La rilevanza di tale norma si rinviene nella considerazione che il mancato o irregolare pagamento dell'imposta di bollo, ai sensi dell'art. 104 della legge cambiaria<sup>112</sup>, avrebbe comportato l'inefficacia della cambiale finanziaria come titolo esecutivo, ipotesi ora scongiurata dalla novella del 2012.

Per quanto concerne l'imposta sul valore aggiunto, il decreto 83/2012 non modifica la disciplina previgente, in virtù della quale le operazioni relative alle cambiali finanziarie sono assoggettate al regime previsto per i prestiti obbligazionari.

L'imposizione diretta è stata, invece, oggetto di modifiche aventi rilevante portata sistematica: il Legislatore del 2012 ha stabilito, al fine di incrementare la diffusione delle cambiali finanziarie tra le piccole e medie imprese, di accentuare lo *scalino normativo* intercorrente tra le società chiuse e quelle aperte. Per queste ultime, infatti, l'art. 32 del d.l. 83/2012 ha previsto un'imposta sostitutiva sui proventi pari al 20%<sup>113</sup>, mentre le cambiali finanziarie emesse da società chiuse continuano ad essere assoggettate alla precedente ritenuta del 12,50%<sup>114</sup>.

Infine, l'art. 32, comma 13, del d.l. 83/2012 statuisce che le spese di emissione delle cambiali finanziarie, unitamente a quelle delle obbligazioni, sono deducibili,

---

<sup>111</sup> Occorre rilevare che, in precedenza, le cambiali finanziarie erano assoggettate all'imposta proporzionale dello 0,1 per mille prevista per le accettazioni bancarie dal d. m. 20 agosto 1992, comunque favorevole rispetto a quella del 12 per mille applicabile in generale ai titoli di credito. Per l'esame della disciplina ante riforma si veda *supra* Cap. II - Par. 6.

<sup>112</sup> L'art. 104 l.c., pur facendo salva la *validità* del vaglia cambiario in caso di inosservanza delle disposizioni sull'imposta di bollo, stabilisce che tale strumento *qualora non sia stato regolarmente bollato in origine, o nel tempo prescritto dalla legge*, non assume la qualità di titolo esecutivo.

<sup>113</sup> La circolare n. 4/E dell'Agenzia delle Entrate, emanata il 6 marzo 2013 al fine di illustrare le implicazioni fiscali del decreto 83/2012, così si esprime: *Il comma 9 dell'articolo 32 ha esteso il regime fiscale dei titoli obbligazionari disciplinato dal D.Lgs. n. 239 del 1996 anche alle società per azioni con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione nonché alle società non quotate le cui obbligazioni e titoli simili siano negoziate nei mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione. [...]*

*Pertanto, per effetto di tali modifiche, l'imposta sostitutiva di cui al D.Lgs. n. 239 del 1996 nella misura del 20 per cento si applica, tra gli altri, anche agli interessi ed altri proventi derivanti da: 1. cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili emessi da banche, da società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati membri dell'Unione Europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell'articolo 168-bis del TUIR (cd. white list);*

<sup>114</sup> La circolare n. 4/E dell'Agenzia delle Entrate rileva infatti che: *Rimane invece applicabile la ritenuta di cui all'articolo 26 del DPR n. 600 del 1973 sugli interessi dei titoli obbligazionari (e titoli simili) e cambiali finanziarie non quotati emessi da società con azioni non negoziate nei mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione.*

indipendentemente dal criterio di iscrizione a bilancio, nell'esercizio in cui sono sostenute<sup>115</sup>.

---

<sup>115</sup> Art. 32, comma 13, d.l. 83/2012: *Le spese di emissione delle cambiali finanziarie, delle obbligazioni e dei titoli similari di cui all'articolo 1 del Decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239, primo comma, sono deducibili nell'esercizio in cui sono sostenute indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio.*

## CAPITOLO QUARTO

# RILIEVI CRITICI SULLA DISCIPLINA

### 1. – PRO E CONTRA DELLA DISCIPLINA ANTE RIFORMA

La legge 13 gennaio 1994, n. 43 è preordinata ad agevolare, attraverso l'introduzione delle cambiali finanziarie, l'accesso diretto delle imprese al mercato del risparmio privato. Le cambiali finanziarie perseguono, dunque, l'obiettivo di promuovere il contatto *senza mediazioni* tra gli operatori in *surplus* e quelli in *deficit* di risorse finanziarie<sup>1</sup>, al fine di fornire alle imprese una conveniente alternativa al credito bancario<sup>2</sup>.

Di conseguenza, il Legislatore, tramite l'istituto in esame, ha dato impulso ad un processo di *disintermediazione bancaria*<sup>3</sup>, consentendo alle imprese abilitate di raccogliere risparmio direttamente tra il pubblico. Tale disintermediazione ha reso tuttavia necessaria l'adozione di una complessa disciplina, mirante a contemperare la tutela dei risparmiatori con la necessità di favorire il ricorso al nuovo strumento di debito.

---

<sup>1</sup> Autorevole dottrina, in sede di prima interpretazione della nuova legge, osserva: "Deve altresì conferirsi il dovuto risalto all'aumento del grado di efficienza nell'allocazione delle risorse, a seguito del trasferimento diretto del risparmio dagli operatori in *surplus* a quelli in *deficit* finanziario" (MORI M., *op. cit.*, p. 137).

D'altronde, l'intento di "costruire uno strumento che agevolasse l'interlocazione diretta tra il sistema delle imprese e dei risparmiatori" è stato esplicitamente enunciato dal *Bollettino delle Giunte e delle Commissioni Parlamentari*, Camera dei deputati, 21 dicembre 1993, p. 399.

<sup>2</sup> La Relazione illustrativa all'originario progetto di legge sulle cambiali finanziarie afferma: "la presente proposta di legge prevede la possibilità che, anche in Italia, si possa far ricorso a uno strumento, quale la cambiale finanziaria, per poter accedere al capitale di credito a minor costo rispetto alla normale intermediazione bancaria. Le cambiali finanziarie sono nella prassi internazionale strumenti finanziari a breve termine in virtù dei quali le imprese autorizzate all'emissione possono fare ricorso direttamente al mercato del risparmio". Si veda altresì AMATO V., *Lavori preparatori della l. 13 gennaio 1994, n. 43*, in FAUCEGLIA G. (a cura di), *op. cit.* e CARLINI V. - LEONI L., *Le cambiali finanziarie*, nota 3, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Il diritto del mercato mobiliare*, Milano, 1998.

<sup>3</sup> Taluna dottrina (DE MARCHI, *Il risp.* 82, p. 779) predilige la nozione di *intermediazione alternativa*, sulla base della considerazione che l'emissione ed il collocamento di cambiali finanziarie sono generalmente assistiti da banche o intermediari mobiliari (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, pp. 241s).

*Contra* MIGNARRI, il quale contesta che le cambiali finanziarie abbiano determinato un fenomeno di disintermediazione bancaria, favorendo invece l'instaurazione di una relazione privilegiata tra impresa emittente e banca di riferimento (MIGNARRI E., *Bancaria* 94, n. 11, p. 53). Si veda, altresì, *supra* Cap. I - Par. 1. *La raccolta non bancaria del risparmio*.

Il bilanciamento tra esigenze diverse, talora contrapposte, ha introdotto nella normativa considerevoli elementi di rigidità, tali da ostacolare la diffusione delle cambiali finanziarie<sup>4</sup>. Al fine di valutare le caratteristiche dello strumento di raccolta in esame<sup>5</sup>, occorre dunque individuare i punti di forza e di debolezza che lo contraddistinguono.

Per quanto concerne i punti di forza, mette conto rilevare che la legge 43/1994, mediante l'introduzione delle cambiali finanziarie, ha sopperito ad un'esigenza primaria delle società cosiddette chiuse<sup>6</sup>. Tali società, infatti, *non facendo ricorso al mercato del capitale di rischio*, presentano una peculiare dipendenza dal credito bancario, soprattutto con riguardo al breve termine<sup>7</sup>.

La cambiale finanziaria, quale strumento di raccolta avente scadenza in origine pari a dodici mesi, è stata predisposta proprio al fine di fornire alle imprese una fonte esterna di finanziamento, alternativa al circuito bancario, idonea a soddisfare il fabbisogno di breve termine.

Inoltre, le cambiali finanziarie corrispondono, nell'ordinamento italiano, alle *commercial papers* diffuse nella prassi internazionale<sup>8</sup>. Di conseguenza, la l. 43/1994 ha dotato le imprese italiane di una carta commerciale a breve termine *tipica*, mentre in precedenza

---

<sup>4</sup> Già in sede di primo commento sulla l. 43/1994, autorevole dottrina poneva la necessità di accertare che non si fossero introdotti "fattori di rigidità, destinati a intralciare la diffusione dello strumento, con la sua disciplina, pur apprezzabile per la tipizzazione della cambiale finanziaria" (MORI M., *op. cit.*, p. 109).

Taluni Autori osservano altresì come la normativa ponga "condizioni che, incidendo sul costo totale dell'emissione di cambiali finanziarie, riducono il margine di convenienza per le imprese e impediscono il pieno sviluppo del mercato" (CARLINI V. - LEONI L., *Le cambiali finanziarie*, p. 375, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *op. cit.*).

<sup>5</sup> Le cambiali finanziarie, unitamente ad obbligazioni ed altri titoli di debito, sono qualificate come *strumenti finanziari di raccolta* dall'art. 5 della delibera Cicr 19 luglio 2005. Si veda *supra* Cap II - Par. 1. *Il quadro normativo*.

<sup>6</sup> Si definiscono *chiuse* le società non aventi azioni quotate in mercati regolamentati né diffuse tra il pubblico in misura rilevante. Per la nozione di *società chiusa*, ricavabile *a contrario* dall'art. 2325 bis c.c., si rinvia *supra* Cap. III - Par. 1. nota 19.

<sup>7</sup> I titoli obbligazionari, mediante i quali anche le società chiuse possono finanziarsi, costituiscono strumenti di indebitamento a medio-lungo termine. Di conseguenza, anteriormente all'introduzione delle cambiali finanziarie, l'unica alternativa al credito bancario era costituita, con riferimento al breve termine, dall'autofinanziamento.

<sup>8</sup> Nella Relazione accompagnatoria alla legge in commento si legge: "le cambiali finanziarie, o *commercial papers*, sono nella prassi internazionale strumenti finanziari a breve termine in virtù dei quali le imprese possono fare ricorso direttamente al mercato del risparmio".

erano disponibili esclusivamente strumenti *atipici*, quali le accettazioni bancarie e le polizze di credito commerciale<sup>9</sup>.

Il Legislatore, nel determinare i connotati del nuovo strumento di raccolta, ha prescelto la forma cambiaria<sup>10</sup>, sicché le *commercial papers* di diritto italiano rivestono la qualità di titolo esecutivo<sup>11</sup>. Tale qualità, non presente in figure affini alle cambiali finanziarie come le polizze di credito commerciale<sup>12</sup>, si configura come un elemento positivo in quanto funzionale ad un più agevole recupero del credito, rendendo possibile procedere direttamente all'esecuzione forzata, senza previo accertamento giudiziale della pretesa creditoria<sup>13</sup>.

Al fine di adeguare il paradigma cambiario alla nuova funzione, di natura finanziaria, assolta dai titoli in esame<sup>14</sup>, la legge 43/1994 individua taluni requisiti specifici alle cambiali finanziarie.

Anzitutto, i nuovi strumenti di debito sono emessi in serie<sup>15</sup>, con la conseguenza che, *nell'ambito della medesima serie*, i titoli si configurano come uniformi e pertanto tra loro

---

<sup>9</sup> Per tali strumenti si veda *supra* Cap. I - Par. 5. Mette conto rilevare che le accettazioni bancarie sono state oggetto di una parziale tipizzazione, ai soli fini fiscali, ad opera del decreto del Ministro delle finanze 20 agosto 1992.

In dottrina si evidenzia, altresì, che "l'esperienza, maturata per le altre tecniche di raccolta o di impiego, insegna quanto la 'tipizzazione' rilevi, ai fini della loro accettazione generalizzata: nel caso specifico, essa costituisce uno dei presupposti per il materializzarsi delle intenzioni (...) di *promuovere la nascita di nuovi canali di accesso al risparmio per le imprese*" (MORI M., *op. cit.*, pp. 140s).

La medesima dottrina osserva che la polizza di credito commerciale, in quanto strumento atipico: "ha maggiori probabilità di essere accantonata, giacché tende a realizzare finalità sostanzialmente non dissimili da quelle proprie dello strumento che, disciplinato, offre certezze e vantaggi in linea con le istanze in passato fatte proprie dagli operatori" (MORI M., *op. cit.*, p. 139).

<sup>10</sup> L'art. 1, secondo comma, della l. 43/1994 statuisce che le cambiali finanziarie sono equiparate, per ogni effetto di legge, alle cambiali ordinarie. Inoltre, il medesimo comma richiede che i titoli in esame contengano i requisiti indicati dall'art. 100 l.c. per il vaglia cambiario. Di conseguenza, la dottrina prevalente ha individuato nelle cambiali finanziarie un sottotipo qualificato del *genus* cambiale ordinaria (*ex multis*, MASI P., *Primo approccio alle 'cambiali finanziarie'*, cit., pp. 585s). Si veda *supra* Cap. I - Par. 2. *Natura giuridica dell'istituto cambiale finanziaria* ed altresì Cap. II - Par. 2. *Connotati del titolo*.

<sup>11</sup> A norma dell'art. 63, primo comma, della legge cambiaria *la cambiale ha gli effetti di titolo esecutivo per il capitale e per gli accessori*.

<sup>12</sup> "La polizza di credito commerciale non ha efficacia di titolo esecutivo, dovendo il suo possessore, in caso di mancato pagamento, promuovere prima dell'azione esecutiva un processo di cognizione atto ad accertare il proprio credito" (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 245).

<sup>13</sup> L'art. 474, primo comma, del codice di procedura civile prescrive che *L'esecuzione coattiva non può aver luogo che in virtù di un titolo esecutivo per un diritto certo, liquido ed esigibile*.

<sup>14</sup> Le cambiali ordinarie si configurano come strumenti di credito impiegati nell'ambito di operazioni commerciali, anziché in operazioni d'investimento aventi natura finanziaria (RIGHINI E., *op. cit.*, p. 530).

fungibili<sup>16</sup>. Tale standardizzazione è valutata positivamente, poiché agevola l'eventuale smobilizzo dell'investimento, consentendo la liquidazione anticipata della posizione creditoria<sup>17</sup>.

Con l'obiettivo di promuovere la circolazione del titolo, la legge 43/1994 statuisce che le cambiali finanziarie sono girabili esclusivamente con la clausola 'senza garanzia' o equivalenti<sup>18</sup>. Tale clausola è posta nell'interesse del girante il titolo, il quale va esente dalla responsabilità per il mancato pagamento del credito dedotto nel documento. Di conseguenza, ogni responsabilità si concentra in capo all'emittente<sup>19</sup>, con ciò non facendo gravare sugli investitori il rischio di insolvenza della società emittente<sup>20</sup>.

Per quanto concerne gli aspetti negativi, occorre distinguere tra gli elementi esogeni e quelli endogeni alla normativa sulla cambiale finanziaria. La dottrina<sup>21</sup> riconduce, infatti, talune delle criticità che hanno determinato la modesta diffusione dei titoli in esame a *fattori esterni*, quali le caratteristiche delle società di capitali italiane e del mercato finanziario nel suo complesso.

Le criticità di origine esogena possono essere suddivise, a loro volta, tra quelle inerenti ai potenziali emittenti cambiali finanziarie e quelle, invece, relative ai potenziali prenditori.

---

<sup>15</sup> L'art. 1, primo comma, della l. 43/1994 qualifica le cambiali finanziarie come *titoli all'ordine emessi in serie*. Per la trattazione di tali profili si veda *supra* Cap. I - Par. 2. e Cap. II - Par. 2.

<sup>16</sup> CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 150, in FAUCEGLIA G. (a cura di), *op. cit.*

<sup>17</sup> A tal proposito, autorevole dottrina rileva come: "*Farebbe premio il ricorso al titolo cambiario che, pur non riducendo il rischio creditizio implicito nel rapporto con un certo soggetto, agevolerebbe, oltre all'eventuale recupero coattivo del credito, la liquidazione anticipata - all'occorrenza - della posizione*" (MORI M., *op. cit.*, p. 123).

<sup>18</sup> La trattazione di tale requisito, unitamente all'indicazione delle opinioni dottrinarie sulle conseguenze della sua omissione, è svolta *supra* Cap. II - Par. 4. *Il regime di circolazione*.

<sup>19</sup> CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 149, in FAUCEGLIA G. (a cura di), *op. cit.*

<sup>20</sup> Autorevole dottrina (SPADA P., *Riv. dir. civ.*, cit., p. 506), tuttavia, ritiene che la necessaria apposizione della clausola 'senza garanzia' pregiudichi l'affermazione di un mercato secondario delle cambiali finanziarie. Infatti, se da un lato tale clausola giova al girante il titolo, agevolandone il trasferimento, dall'altro pregiudica il giratario, il quale potrà far valere il proprio credito solo nei confronti dell'emittente.

Occorre altresì rilevare che, per quanto concerne le cambiali finanziarie emesse da società a responsabilità limitata, l'art. 4 della delibera Cnr 19 luglio 2005 dichiara applicabile l'art. 2483 c.c. Di conseguenza, le cambiali finanziarie emesse da s.r.l. possono essere sottoscritte soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale; inoltre, in caso di successiva circolazione di tali titoli, *chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima*. A tal proposito, si rinvia *supra* Cap. II - Par. 3.

<sup>21</sup> CARLINI V. - LEONI L., *Le cambiali finanziarie*, pp. 376s, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *op. cit.* e MORI M., *op. cit.*, *passim*.



Per quanto concerne gli emittenti, occorre rilevare che il finanziamento attraverso cambiali finanziarie implica, per le società che vi ricorrono, la decisione di esporsi con continuità al giudizio del mercato finanziario<sup>22</sup>. Il circuito bancario garantisce, invece, in virtù del rapporto bilaterale tra impresa e banca di riferimento, riservatezza e limitate ripercussioni esterne del giudizio cui perviene la banca circa il merito creditizio dell'impresa<sup>23</sup>.

Per quanto attiene ai potenziali investitori in cambiali finanziarie, mette conto rilevare, da un lato, che gli investitori istituzionali preferiscono sovente affidarsi a negoziazioni bilaterali, anziché all'incontro tra domanda e offerta sul mercato finanziario<sup>24</sup>, anche in considerazione della presenza di asimmetrie informative tra finanziato e finanziatore<sup>25</sup>.

Dal lato, invece, dei piccoli risparmiatori, in dottrina si osserva che i titoli del debito pubblico a breve scadenza costituiscono, in ragione della solidità finanziarie dell'emittente e dei rendimenti sempre crescenti, un grave ostacolo alla diffusione delle cambiali finanziarie<sup>26</sup>.

Per quanto concerne le criticità endogene alla normativa sulle cambiali finanziarie, esse traggono origine dal bilanciamento tra l'esigenza di tutelare gli investitori e quella di promuovere il nuovo canale di finanziamento per le imprese. La ponderazione tra tali diverse esigenze è stata, infatti, attuata in modo difforme dal Legislatore e dalle Autorità creditizie, le

---

<sup>22</sup> Autorevole dottrina rileva che: "con il ricorso al mercato, l'emittente si espone alla valutazione del pubblico degli investitori e - magari, per attrarli più facilmente - a quella di *rating agencies*" (MORI M., *op. cit.*, p. 131).

<sup>23</sup> Tale opinione è condivisa anche da DI PASQUALI F., *Commento alla nuova disciplina delle cambiali finanziarie*, in *Banche e Banchieri*, n. 1, 1995, ove si afferma: "Ciò che più sembra mancare (come l'esperienza dei mercati azionari e obbligazionari insegna) è la volontà degli emittenti di accettare di sottoporsi con continuità al giudizio del mercato in contrapposizione a quello espresso, in via strettamente bilaterale e con poche o nulle ripercussioni esterne, dalle istituzioni creditizie alle quali tradizionalmente si affidano".

<sup>24</sup> In dottrina si osserva come per gli investitori istituzionali sia "scarsamente sentita l'esigenza di impiegare a condizioni scaturenti dall'effettivo incontro della domanda e dell'offerta su un mercato disciplinato" (DI PASQUALI F., *op. cit.*, citato in CARLINI V. - LEONI L., *Le cambiali finanziarie*, pp. 376s, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *op. cit.*).

<sup>25</sup> Tale asimmetria informativa, infatti, può essere attenuata nell'ambito di relazioni bilaterali, le quali implicano un contatto approfondito tra il datore ed il prenditore di fondi. Il meccanismo impersonale del mercato accresce, invece, la difficoltà di verificare la reale solidità dell'impresa emittente.

<sup>26</sup> Già nel 1994, epoca in cui i titoli del debito pubblico erano ritenuti *risk-free*, autorevole dottrina poneva l'attenzione "sulla loro preponderanza nel mercato mobiliare italiano e sui privilegi riservati al Tesoro, quale prenditore di fondi: se i saggi su sue emissioni diventassero ancor più attraenti, magari per favorirne ulteriori collocamenti, le cambiali finanziarie, che, fra l'altro, difficilmente potrebbero rivelarsi di pari *marketability*, risulterebbero oltremodo sacrificate" (MORI M., *op. cit.*, p. 122). Tale previsione si è in seguito avverata, sicché, a causa della crisi dei debiti sovrani, i titoli di Stato offrono rendimenti altamente competitivi, comprimendo ancor più il mercato delle cambiali finanziarie.

quali hanno introdotto nella normativa secondaria requisiti e vincoli non in armonia con gli intenti di incentivazione sottesi alla l. 43/1994<sup>27</sup>.

È, infatti, proprio la normativa di attuazione a determinare le maggiori rigidità nella disciplina delle cambiali finanziarie. La delibera Cicer 3 marzo 1994 prescrive che gli strumenti in esame, *emessi da società non aventi titoli negoziati in un mercato regolamentato*<sup>28</sup>, debbano essere assistiti da garanzia per ammontare non inferiore al 50% del loro valore di sottoscrizione<sup>29</sup>, limitando contestualmente il novero dei soggetti abilitati a prestare tale garanzia<sup>30</sup>.

La medesima delibera subordina la facoltà di emettere cambiali finanziarie, sempre per le società non aventi titoli negoziati in un mercato regolamentato, alla condizione che i bilanci degli ultimi tre esercizi antecedenti l'emissione siano in utile<sup>31</sup>.

Inoltre, è sempre la normativa secondaria a richiedere che le cambiali finanziarie abbiano valore nominale unitario non inferiore a 50mila euro<sup>32</sup>, con la duplice conseguenza di

---

<sup>27</sup> Autorevole dottrina rileva come “pare di poter dire che un freno significativo all'affermazione dei titoli in parola sia ravvisabile nei vincoli posti, in materia, dalla normativa secondaria, alla prova dei fatti rivelatasi eccessivamente rigida e condizionante probabilmente ben al di là delle intenzioni delle stesse autorità creditizie, e pertanto per taluni aspetti anche in non piena sintonia con gli aspetti di incentivazione del ricorso a nuovi canali di finanziamento, palesemente sottesi all'intervento del legislatore primario” (SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 251).

Tali intenti di incentivazione sono, peraltro, sovente dichiarati proprio nelle norme secondarie. Infatti, nelle Istruzioni della Banca d'Italia 2 dicembre 1994, in materia di raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche, si afferma la volontà *di promuovere la nascita di nuovi canali di accesso al risparmio per le imprese*.

<sup>28</sup> La nota numero 8 alle Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia 28 giugno 1995 specifica che *la quotazione deve riferirsi alle azioni della società, ovvero ad altri titoli purché la scadenza degli stessi sia successiva alla scadenza delle cambiali finanziarie e dei certificati d'investimento che si intendono emettere*.

<sup>29</sup> In tal senso dispone il paragrafo 2 della delibera Cicer 3 marzo 1994 ed anche l'art. 3.1 delle Istruzioni di vigilanza 28 giugno 1995 della Banca d'Italia. In seguito, tale requisito è venuto meno ad opera della delibera Cicer 19 luglio 2005, la quale ha revocato (art. 11) il precedente provvedimento del 1994. Per la trattazione della garanzia a fronte dell'emissione, si veda *supra* Cap. II – Par. 3. *Profili soggettivi e requisiti per l'emissione*.

<sup>30</sup> Le garanzie prescritte dalla delibera Cicer 3 marzo 1994 possono essere rilasciate, a norma del paragrafo 3, esclusivamente da: i) banche autorizzate in Italia e banche comunitarie; ii) società finanziarie iscritte nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del testo unico bancario; iii) società ed enti di assicurazione autorizzati.

<sup>31</sup> Tale vincolo è prescritto dal paragrafo 2 della delibera Cicer 3 marzo 1994, unitamente al requisito della garanzia a fronte dell'emissione.

<sup>32</sup> Così dispone l'art. 3, sez. IV, tit. IX, cap. II delle Istruzioni di vigilanza 21 marzo 2007. In precedenza, l'art. 3.2 delle Istruzioni di vigilanza 28 giugno 1995 fissava il valore nominale unitario minimo della cambiale finanziaria in 100 milioni di lire.

restringere il novero dei sottoscrittori ai soli investitori istituzionali e di ostacolare la formazione di un mercato secondario<sup>33</sup>.

Gli onerosi requisiti prescritti dalla normativa di attuazione incidono sul costo totale dell'emissione, comprimendo il margine di convenienza per i potenziali emittenti<sup>34</sup>. In particolare, il costo dell'emissione appare proibitivo per le piccole e medie imprese, definibili come *non-prime borrowers*, che si vedono di fatto preclusa la possibilità di utilizzare lo strumento di raccolta in esame<sup>35</sup>. Tali imprese, per far fronte al fabbisogno finanziario di breve termine, non hanno dunque a disposizione fonti esterne di finanziamento alternative al credito bancario<sup>36</sup>.

Di conseguenza, la *ratio* dell'istituto cambiale finanziaria, rinvenibile nella necessità di dotare le imprese di uno strumento d'indebitamento meno oneroso del credito bancario<sup>37</sup>, risulta frustrata dagli elevati costi complessivi dell'emissione, i quali rendono comunque conveniente ricorrere all'intermediazione bancaria.

---

<sup>33</sup> "Dal lato del potenziale risparmiatore, un *punctum dolens* appare - e ciò invece ancor oggi - il taglio minimo troppo elevato, che se da un lato ha effettivamente ottenuto una selezione dei prenditori di questi titoli unicamente tra investitori istituzionali, di fatto ha però anche precluso sul nascere la formazione di un loro mercato secondario" (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 251); in senso conforme CARLI, *op. cit.*, p. 33.

<sup>34</sup> In dottrina si nota che: "Il successo di un'emissione è, infatti, strettamente connesso alla capacità dell'impresa di contenere i costi entro un limite massimo e al tempo stesso di assicurare un rendimento tale da suscitare l'interesse degli investitori. Le norme attuali rendono difficilmente realizzabile tale condizione di equilibrio." (CARLINI V. - LEONI L., *Le cambiali finanziarie*, p. 375, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *op. cit.*).

<sup>35</sup> "Nelle intenzioni del Legislatore, invece, le cambiali finanziarie avrebbero dovuto porsi come strumenti offerti a tutte le imprese, anche medio-piccole, e non soltanto ai gruppi industriali di dimensioni più rilevanti o ai conglomerati finanziari" (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 242).

<sup>36</sup> Infatti, per emettere cambiali finanziarie, oltre agli elevati oneri di adeguamento alla normativa secondaria, occorre anche far fronte alla commissione di collocamento, richiesta dalla banca o dall'intermediario finanziario incaricato di gestire l'operazione di finanziamento. L'alternativa al collocamento tramite un soggetto specializzato, consistente nel *private placement* presso investitori professionali, pone invece gravi difficoltà operative per le piccole e medie imprese.

I costi complessivi gravanti sugli emittenti impediscono, quindi, di offrire un rendimento competitivo per i potenziali investitori, confermando per le piccole e medie imprese la dipendenza dal credito bancario.

<sup>37</sup> In dottrina si rileva come sia "emblematico che la proposta di legge, divenuta tale, in materia di cambiali finanziarie, sia stata dichiaratamente presentata con l'intento di contribuire al dibattito sul costo del denaro e, in ultima analisi, di istituzionalizzare, con la loro disciplina, la possibilità per le imprese di 'accedere al capitale di credito a minor costo rispetto alla normale intermediazione bancaria'" (MORI M., *op. cit.*, p. 119).

## 2. – LA LEGGE 43/1994: ELEMENTI EMPIRICI RELATIVI A VENT'ANNI DI APPLICAZIONE E PROPOSTE DI RIFORMA

L'Indagine conoscitiva sul mercato degli strumenti finanziari, svolta dalla Commissione Finanze della Camera dei deputati nel corso del 2011, ha messo in luce la dipendenza delle imprese italiane dal credito bancario<sup>38</sup>. Tale dipendenza si evince con particolare chiarezza dal confronto tra il tasso di crescita dei prestiti concessi dalle banche, da un lato, e quello degli strumenti d'indebitamento alternativi, dall'altro. Nel ciclo compreso tra il 2004 ed il 2007, i prestiti bancari diretti sono cresciuti a tassi annuali mediamente superiori al 10%, mentre il ricorso al mercato obbligazionario è stato circoscritto a *pochi grandi gruppi industriali*<sup>39</sup>, per una crescita complessiva molto più contenuta.

Le risultanze dell'Indagine rivelano, altresì, che la dipendenza delle imprese dal circuito bancario si acuisce con riferimento al breve termine, risultando per tale orizzonte temporale precluso il ricorso ai prestiti obbligazionari. Peraltro, nelle intenzioni del Legislatore del 1994,

---

<sup>38</sup> Il rilievo del credito bancario, nell'ambito delle fonti esterne di finanziamento disponibili per le imprese italiane, è particolarmente evidente se considerato in prospettiva comparatistica. A tal proposito, il Vice Direttore Generale della Banca d'Italia, GIOVANNI CAROSIO, nell'audizione dinanzi alla Commissione Finanze della Camera, afferma che: "La dipendenza dal credito bancario delle imprese italiane risulta particolarmente evidente nel confronto con i paesi anglosassoni, dove i mercati finanziari sono storicamente più sviluppati. Nel 2010 la quota del finanziamento bancario sul totale dei debiti finanziari era pari per le imprese italiane al 67 per cento, mentre la quota del debito finanziario a breve era il 37 per cento. Nel Regno Unito questi valori erano pari, rispettivamente, al 27 e al 43; negli Stati Uniti al 33 e al 26. Di contro il peso delle obbligazioni sui debiti finanziari delle imprese italiane risulta estremamente contenuto (l'8 per cento contro il 24 del Regno Unito e il 44 degli Stati Uniti). Le differenze, sebbene meno marcate, si ripropongono anche nel confronto con le principali economie dell'Europa continentale."

Tale assetto del mercato finanziario italiano è confermato dal Presidente di Assonime, LUIGI ABETE, il quale, nell'ambito della citata *Indagine conoscitiva*, rileva che: "Il sistema finanziario italiano resta strutturalmente caratterizzato dal ruolo dominante delle banche nei flussi di intermediazione, mentre i canali di finanziamento non bancario sono poco sviluppati. In particolare, restano trascurabili sia la componente di finanziamento fornita dalla borsa sia quella dei canali di finanziamento mobiliare indipendenti dalle banche; l'autofinanziamento rappresenta una quota prossima al 40 per cento, più elevata rispetto agli altri mercati sviluppati, riflettendo la struttura relativamente chiusa del controllo."

La posizione centrale delle banche nel mercato finanziario italiano è, da ultimo, enucleata nel Documento conclusivo dell'*Indagine conoscitiva*, approvato dalla Commissione Finanze della Camera il 19 luglio 2011. In tale documento, p. 48, si denomina 'bancocentrismo' il peculiare rilievo delle banche per il finanziamento del sistema imprenditoriale nazionale.

<sup>39</sup> INDAGINE CONOSCITIVA SUL MERCATO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI, *Audizione del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia*, CAMERA DEI DEPUTATI, 4 maggio 2011, p. 4.

il breve termine doveva essere 'presidiato' proprio dalle cambiali finanziarie, rivelatesi, nella loro configurazione originaria, inadeguate allo scopo<sup>40</sup>.

L'esigenza di uno strumento di raccolta *a breve termine*, alternativo e/o complementare al credito bancario, assume particolare rilevanza con riferimento alle piccole e medie imprese. Per tali soggetti, infatti, nel periodo compreso tra il 1998 e il 2007, i debiti finanziari a breve termine hanno raggiunto il 60% dell'esposizione debitoria complessiva<sup>41</sup>.

Inoltre, la menzionata *Indagine conoscitiva* ha posto in evidenza *la correlazione tra la dimensione delle imprese ed il ricorso al credito bancario*. A tal proposito, il Vice Direttore Generale della Banca d'Italia, nell'audizione dinanzi alla Commissione Finanze della Camera, rileva che: *il livello di indebitamento e la dipendenza dal credito bancario a breve termine è maggiore per le imprese di minori dimensioni. L'elevata quota del credito bancario riflette le esigenze di un tessuto produttivo costituito prevalentemente da imprese di dimensioni molto contenute*<sup>42</sup>.

Di conseguenza, qualora le piccole e medie imprese intendessero attenuare, soprattutto per il breve termine, il ricorso al sistema bancario, non disporrebbero di altra possibilità che rinunciare alle *fonti esterne* di finanziamento, ricorrendo ai *mezzi propri* per fronteggiare il loro fabbisogno finanziario<sup>43</sup>.

---

<sup>40</sup> SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 242.

<sup>41</sup> INDAGINE CONOSCITIVA SUL MERCATO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI, *Audizione del Presidente della Consob*, CAMERA DEI DEPUTATI, 23 marzo 2011, p. 3; ivi si rileva che, anche per quanto concerne le passività a medio-lungo termine, le piccole e medie imprese si finanziano prevalentemente attraverso il canale bancario, per un ammontare pari al 76% circa dell'esposizione debitoria complessiva.

<sup>42</sup> INDAGINE CONOSCITIVA SUL MERCATO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI, *Audizione del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia*, CAMERA DEI DEPUTATI, 4 maggio 2011, p. 5; ivi si evidenziano altresì le *ripercussioni sistemiche* determinate dalla struttura finanziaria propria delle piccole imprese, in virtù del fatto che: "In Italia, le micro e le piccole imprese (con meno di 50 addetti) assorbono circa il 70 per cento dell'occupazione delle imprese non finanziarie, contro il 50 per cento dell'Europa e meno del 40 per cento del Regno Unito."

<sup>43</sup> Il Presidente della Consob, GIUSEPPE VEGAS, ha rilevato, nell'ambito della citata *Indagine conoscitiva*, che: "L'autofinanziamento rappresenta, infatti, la principale fonte di risorse per le PMI; in realtà, ciò accade anche per i principali gruppi quotati non finanziari per i quali l'autofinanziamento, nel periodo 2001-2009 ha rappresentato l'84% circa del totale delle fonti finanziarie. Il più agevole accesso al mercato obbligazionario rende tuttavia più equilibrata la composizione dei debiti finanziari dei grandi gruppi quotati non finanziari (46% circa obbligazioni e 36% circa debiti verso le banche a fine 2009)".

La struttura finanziaria delle piccole e medie imprese, caratterizzata del binomio autofinanziamento - debiti bancari, si rivela quindi particolarmente esposta *alla variabilità dei tassi a breve e alle fluttuazioni del ciclo economico*<sup>44</sup>.

Dunque le cambiali finanziarie, introdotte proprio al fine di consentire alle imprese di *accedere al capitale di credito a minor costo rispetto alla normale intermediazione bancaria*<sup>45</sup>, non hanno inciso, a quasi vent'anni dalla loro introduzione, sulla struttura finanziaria delle società italiane.

Tuttavia, il Documento conclusivo dell'*Indagine conoscitiva sul mercato degli strumenti finanziari*, approvato dalla Commissione Finanze della Camera il 19 luglio 2011, ha individuato proprio nella cambiale finanziaria lo strumento idoneo ad ampliare il mercato del debito, con particolare riferimento alle *necessità di finanziamento a breve termine*<sup>46</sup>.

Assume rilevanza sistematica, inoltre, l'argomento in virtù del quale il citato Documento riafferma la validità dell'istituto cambiale finanziaria, nonostante la sua modesta diffusione: lo strumento in esame è idoneo, infatti, ad *assicurare finanza aggiuntiva, soprattutto per le società che non possono aspirare alla quotazione*<sup>47</sup>. Le cambiali finanziarie costituiscono, *a fortiori*, uno strumento di raccolta ancora più prezioso per quelle società che, a prescindere dalla quotazione su un mercato regolamentato, non dispongono di azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante.

---

<sup>44</sup> INDAGINE CONOSCITIVA SUL MERCATO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI, *Audizione del Presidente della Consob*, CAMERA DEI DEPUTATI, 23 marzo 2011, p. 3; ove si nota altresì che: "In questo contesto, le banche si limitano molto spesso ad assicurare la continuità nel tempo del sostegno finanziario alla gestione ordinaria; modesto è invece l'apporto al processo di crescita che dovrebbe avvalersi di interventi di finanza straordinaria e di erogazione di credito a medio lungo termine".

<sup>45</sup> In tal modo si esprime la Relazione accompagnatoria all'originario progetto di legge, divenuto tale, sulle cambiali finanziarie. Nella Relazione si afferma, inoltre, che gli strumenti di raccolta in esame costituiscono, nel breve termine, titoli di debito complementari *alle obbligazioni, ordinario strumenti di indebitamento a medio termine*.

<sup>46</sup> Il menzionato Documento conclusivo qualifica la carta commerciale, presente nell'ordinamento italiano nella forma tipica di cambiale finanziaria, come "uno strumento di finanziamento mediante il quale anche aziende molto piccole devono poter tornare a soddisfare le loro necessità di finanziamento a breve termine, creando anche le condizioni per un mercato specifico sul quale negoziare titoli di debito, che sia in grado di assicurare la conoscenza e la trasparenza degli emittenti" (INDAGINE CONOSCITIVA SUL MERCATO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI, *Documento conclusivo approvato dalla VI Commissione permanente della Camera dei deputati*, p. 57, 19 luglio 2011).

<sup>47</sup> Documento conclusivo, cit., *ibidem*.

Si individua, di conseguenza, proprio nelle *società chiuse*<sup>48</sup> la categoria di imprese che, in ragione della scarsità di alternative al credito bancario, ha maggior interesse nel 'rilancio' delle cambiali finanziarie.

La Commissione Finanze della Camera formula, quindi, alcune proposte di riforma, miranti a rendere l'istituto in esame appetibile per le *società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, caratterizzate da minore dimensione e disponibilità di risorse rispetto alle società cosiddette *aperte*<sup>49</sup>.

Tali proposte rivestono considerevole importanza, poiché l'art. 32 del decreto legge 22 giugno 2012, n. 83, recante la riforma della normativa sulle cambiali finanziarie<sup>50</sup>, ha recepito integralmente i rilievi formulati nell'ambito della citata *Indagine conoscitiva sul mercato degli strumenti finanziari*.

In coerenza con le osservazioni elaborate in dottrina<sup>51</sup>, la Commissione Finanze della Camera ritiene prioritario semplificare il sistema di requisiti e vincoli cui la normativa, soprattutto secondaria, subordina l'emissione di cambiali finanziarie<sup>52</sup>.

Si propone, anzitutto, l'introduzione di una figura, denominata *advisor*, avente il compito di *garantire circa il merito dell'azienda emittente*<sup>53</sup>. Proprio sulla scorta della menzionata indicazione, il decreto 83/2012 predispone, al fine di agevolare le emissioni da parte di società chiuse, un sistema di tutele incentrato sull'istituto *sponsor*<sup>54</sup>, cui è attribuita la funzione di supportare l'emissione e il collocamento di cambiali finanziarie.

---

<sup>48</sup> Per la nozione di società chiusa si rinvia *supra* Cap. III - Par. 1. nota 19.

<sup>49</sup> A tal proposito, occorre ricordare che le rare emissioni di cambiali finanziarie hanno, finora, interessato proprio società di grandi dimensioni: "Le prime operazioni hanno riguardato quasi esclusivamente imprese di grandi dimensioni, o comunque *leader* nei rispettivi mercati di riferimento, mentre sono restati isolati e sporadici le emissioni di cambiali finanziarie da parte di soggetti minori" (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 242; *ivi*, per quanto riguarda dati sulle emissioni di cambiali finanziarie, si rimanda a CARLI, *Finanza & mercato*, cit., p. 33 e CENTRALE DEI BILANCI, *Bancaria* 96, n. 5, cit.).

<sup>50</sup> Per la trattazione della riforma si veda *supra* Cap. III - La "nuova" cambiale finanziaria introdotta con d.l. 83/2012.

<sup>51</sup> *Ex multis*, CARLINI V. - LEONI L., *Le cambiali finanziarie*, pp. 375ss, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *op. cit.* e SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 251.

<sup>52</sup> Nel menzionato Documento conclusivo si rileva, infatti, che "sarebbe opportuna una revisione della legge n. 43 del 1994, recante la disciplina delle cambiali finanziarie, introducendovi alcuni elementi innovativi che facilitino, a certe condizioni, un più agevole ricorso a tali strumenti di finanziamento" (*Documento conclusivo*, cit., *ibidem*).

<sup>53</sup> *Documento conclusivo*, cit., *ibidem*.

<sup>54</sup> Per la trattazione dell'istituto *sponsor* si veda *supra* Cap. III - Par. 2. *Profili soggettivi e requisiti per l'emissione*.

Tuttavia, il decreto 83/2012 non richiede allo *sponsor* di prestare una garanzia in senso tecnico, bensì di sottoscrivere una percentuale minima delle cambiali finanziarie emesse dalla società che assiste, determinata regressivamente in ragione dell'ammontare complessivo dell'emissione<sup>55</sup>.

In tal modo, lo *sponsor* è reso *cointeressato* all'operazione di finanziamento attuata dalla società sponsorizzata, e il suo ruolo evolve da mero garante a soggetto qualificato<sup>56</sup> che assevera, in virtù di un rilevante investimento diretto, l'affidabilità dell'iniziativa nei confronti degli investitori<sup>57</sup>.

Tuttavia, la proposta di maggior rilievo, formulata nell'ambito dell'*Indagine conoscitiva sul mercato degli strumenti finanziari*, consiste nell'introduzione del *rating*, al fine di valutare la qualità creditizia della società emittente. Occorre osservare che la dottrina unanime<sup>58</sup>, sin dal 1994, ha costantemente sostenuto l'opportunità di un sistema di *rating*, quale presupposto per

---

<sup>55</sup> BOMPANI A. – CATELANI E., *op. cit.*, pp. 109s. Il nuovo comma 2 *bis*, introdotto nell'art. 1 della l. 43/1994 dal d.l. 83/2012, richiede allo *sponsor* di mantenere nel proprio portafoglio, fino alla naturale scadenza, una quota dei titoli emessi non inferiore: 1) al 5 per cento del valore di emissione dei titoli, per le emissioni fino a 5 milioni di euro; 2) al 3 per cento del valore di emissione dei titoli eccedente 5 milioni di euro, fino a 10 milioni di euro, in aggiunta alla quota risultante dall'applicazione della percentuale di cui al numero 1); 3) al 2 per cento del valore di emissione dei titoli eccedente 10 milioni di euro, in aggiunta alla quota risultante dall'applicazione delle percentuali di cui ai numeri 1) e 2).

<sup>56</sup> Possono rivestire la qualità di *sponsor* esclusivamente soggetti qualificati, individuati dal d.l. 83/2012 in banche, società 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. Di conseguenza, la qualità di *sponsor* è riservata solo ad alcuni dei soggetti che il testo unico della finanza qualifica come soggetti abilitati (art. 1, comma 1, lett. r), Tuf).

<sup>57</sup> L'introduzione dello *sponsor* segnala un'innovazione di carattere sistematico nella disciplina delle cambiali finanziarie: si supera il requisito della *garanzia* a fronte dell'emissione, previsto dalla delibera Cicr 3 marzo 1994, in favore di un più duttile sistema di tutele fondato su un soggetto, lo *sponsor*, il quale assiste la società emittente curando anche il proprio interesse di investitore diretto nelle cambiali finanziarie, che è tenuto a sottoscrivere e mantenere in portafoglio sino a scadenza naturale.

Tale previsione spiega un duplice effetto: da un lato, infatti, lo *sponsor* è *responsabilizzato*, nell'adempimento delle funzioni di assistenza all'emissione e al collocamento che la legge gli attribuisce, dalla sua qualità di soggetto *cointeressato* al buon esito dell'operazione attuata dalla società assistita. Dall'altro lato, lo *sponsor*, attraverso il rilevante investimento diretto nelle cambiali finanziarie prescritto dal d.l. 83/2012, *mostra* al mercato dei potenziali investitori la solidità del merito creditizio della società assistita.

<sup>58</sup> Si vedano, *ex multis*, CARLINI V. – LEONI L., *Le cambiali finanziarie*, p. 380, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *op. cit.* e MORI M., *op. cit.*, pp. 131ss. In particolare, MORI sostiene che, a seguito dell'introduzione del *rating*: "i vantaggi sarebbero molteplici. Basti pensare che si allargherebbe la cerchia dei potenziali emittenti, in quanto si agevolerebbe il collocamento di cambiali finanziarie da parte di imprese poco note; persino quelle, definibili come *non-prime borrowers*, si vedrebbero spianata la strada all'emissione, per la quale, ad evidenza, andrebbe offerto un tasso in linea con la valutazione ottenuta" (MORI M., *op. cit.*, p. 132).



la diffusione delle cambiali finanziarie tra le piccole e medie imprese, non dotate di uno *standing* creditizio riconosciuto<sup>59</sup>.

Il decreto legge 83/2012 ha dato seguito alla proposta, incaricando lo *sponsor* di classificare la società emittente e di renderne pubblica la qualità creditizia<sup>60</sup>. Tale norma risponde allo scopo di fornire un *rating* anche a quelle imprese che, in ragione delle limitate dimensioni, incontrano difficoltà, anche economiche, nel rivolgersi alle principali agenzie internazionali<sup>61</sup>.

In conclusione, l'*Indagine conoscitiva sul mercato degli strumenti finanziari* ha palesato, soprattutto per le società chiuse, la necessità di incrementare la raccolta non bancaria del risparmio. Di conseguenza, il Documento conclusivo dell'*Indagine* ha individuato, proprio nella cambiale finanziaria, lo strumento idoneo a favorire il processo di disintermediazione bancaria, formulando talune proposte di riforma<sup>62</sup> volte a 'rilanciare' l'istituto dopo quasi

---

<sup>59</sup> Autorevole dottrina rileva che: "l'introduzione del rating potrebbe avere un ruolo ben più importante per le imprese di piccole e medie dimensioni: il rating, infatti, se introdotto obbligatoriamente, potrebbe rendere superflua la necessità di garantire le emissioni effettuate dalle società non quotate. In questo modo, riducendosi i costi dell'operazione, l'utilizzo delle cambiali finanziarie diventerebbe più conveniente." (CARLINI V. - LEONI L., *Le cambiali finanziarie*, p. 380, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *op. cit.*).

<sup>60</sup> L'art. 32 del decreto legge 83/2012 ha introdotto nell'art. 1 della l. 43/1994 il nuovo comma 2 *ter*; gli ultimi due periodi di tale comma statuiscono: *Lo sponsor classifica l'emittente al momento dell'emissione, distinguendo almeno cinque categorie di qualità creditizia dell'emittente, ottima, buona, soddisfacente, scarsa e negativa, da mettere in relazione, per le operazioni garantite, con i livelli di garanzia elevata, normale o bassa. Lo sponsor rende pubbliche le descrizioni della classificazione adottata.* Per la trattazione del sistema di *rating* affidato allo *sponsor* si veda *supra* Cap. III - Par. 4. *Lo sponsor e la rilevanza del rating.*

<sup>61</sup> La dottrina più avveduta nota infatti che: "l'assegnazione di un rating alle aziende consentirebbe agli investitori di valutare con immediatezza l'affidabilità dell'emittente e potrebbe contribuire all'ulteriore evoluzione del mercato finanziario, anche agevolando la quotazione di imprese di piccole e medie dimensioni" (CARLINI V. - LEONI L., *Le cambiali finanziarie*, p. 380, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *op. cit.*).

Per quanto concerne il ricorso alle principali agenzie internazionali di *rating*, da parte soprattutto delle grandi imprese, si veda *supra* Cap. I - Par. 4. nota 138.

<sup>62</sup> Il Documento conclusivo formula ulteriori proposte per il 'rilancio' delle cambiali finanziarie. Anzitutto, auspica il superamento del requisito, per le società non aventi titoli quotati, di presentare in utile gli ultimi tre bilanci anteriori all'emissione. In tal caso, tuttavia, la Commissione Finanze commette una *svista*, in quanto identifica la fonte di tale requisito nella l. 43/1994, mentre in realtà la condizione in esame è stata posta dalla delibera Cicr 3 marzo 1994.

Inoltre, nel Documento conclusivo si manifesta l'esigenza di ridurre "i costi fissi legati alla predisposizione del prospetto informativo, che fanno lievitare il costo dell'emissione a livelli insostenibili". A tale proposta hanno dato seguito le delibere Consob 18079 e 18098 del 2012, le quali hanno modificato l'art. 34 *ter* del Regolamento emittenti. In virtù delle novelle, qualora l'emissione di strumenti finanziari sia destinata esclusivamente ad investitori professionali, non è più richiesta la preventiva redazione del prospetto informativo.

vent'anni di stentata affermazione<sup>63</sup>. In seguito, il decreto legge 83/2012, convertito con modificazioni nella l. 7 agosto 2012, n. 134, ha riformato la normativa sulle cambiali finanziarie, introducendo le modifiche auspiccate nel citato Documento conclusivo<sup>64</sup>.

### 3. - LA "NUOVA" CAMBIALE FINANZIARIA: OPPORTUNITÀ PER LE SOCIETÀ A RESPONSABILITÀ LIMITATA; CONCLUSIONI

Le cambiali finanziarie assumono peculiare rilevanza, quale strumento non bancario di raccolta del risparmio, per quelle imprese che, nonostante rivestano una forma societaria evoluta, si connotano per la ristrettezza dei mezzi di finanziamento alternativi al credito bancario diretto. Si fa riferimento alle società per azioni cosiddette chiuse e, in particolare, alle società a responsabilità limitata.

Di conseguenza, il Legislatore, nel riformare la normativa sulle cambiali finanziarie, persegue l'obiettivo di agevolarne l'emissione per quelle società che, *non facendo ricorso al mercato del capitale di rischio*, sono vincolate al binomio credito bancario - autofinanziamento onde sopperire al proprio fabbisogno finanziario<sup>65</sup>.

---

Il nuovo comma 2 *bis*, introdotto nell'art. 1 della l. 43/1994 dal d.l. 83/2012, prescrive che le cambiali finanziarie emesse da società chiuse debbano essere collocate, ed in seguito girate, esclusivamente in favore di investitori professionali. Di conseguenza, in virtù del combinato disposto dell'art. 1 l. 43/1994 e dell'art. 34 *ter* Regolamento emittenti, le società chiuse non sono più tenute a redigere il prospetto informativo per emettere cambiali finanziarie.

<sup>63</sup> "Se si eccettuano infatti alcune operazioni condotte da imprese di grandi o medie dimensioni nei primi tempi dopo l'entrata in vigore della legge e rare altre emissioni, specie negli ultimi anni gli strumenti in parola sembrano essere stati pressoché dimenticati dagli operatori" (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 251).

<sup>64</sup> In sede di esame del decreto legge 83/2012, il Servizio studi della Camera dei deputati afferma che: *L'opportunità di rilanciare tale strumento era stata peraltro sollecitata da più parti nel corso dell'indagine conoscitiva sul mercato degli strumenti finanziari recentemente svolta dalla Commissione Finanze della Camera dei deputati, ed è contenuta tra le proposte del documento conclusivo dell'indagine, approvato dalla stessa Commissione il 19 luglio 2011.*

<sup>65</sup> La peculiare destinazione della riforma alle società chiuse emerge dall'art. 32, comma 1, del d.l. 83/2012; ivi è indicata la nozione di società rilevante ai fini delle nuove norme sulle cambiali finanziarie: tali norme si applicano alle *società non emittenti strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione, diverse dalle banche e dalle micro-imprese, come definite nella raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea del 6 maggio 2003*. Per la trattazione dei requisiti indicati dalla disposizione menzionata si veda *supra* Cap. III - Par. 3. *Profili soggettivi e requisiti per l'emissione.*

Tuttavia, le società per azioni, *ancorché chiuse*, presentano una dipendenza dal sistema bancario inferiore, almeno in principio, a quella cui sono invece esposte le società a responsabilità limitata. Infatti, le società per azioni hanno facoltà di raccogliere risparmio, direttamente tra il pubblico, mediante l'emissione di titoli obbligazionari<sup>66</sup>; per contro, le società a responsabilità limitata sono assoggettate, in materia di titoli di debito, alla disciplina restrittiva prevista dall'art. 2483 c.c., a tenore del quale i titoli emessi da s.r.l. possono essere sottoscritti soltanto da *investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali*<sup>67</sup>.

Occorre, a tal proposito, fornire la ricostruzione sistematica della normativa introdotta dal d.l. 83/2012, con particolare riferimento all'incidenza della nuova disciplina sulle società a responsabilità limitata<sup>68</sup>.

Anzitutto, la novella del 2012 ha *razionalizzato* le fonti del diritto in materia di cambiali finanziarie, riunendo nella l. 43/1994 tutti i requisiti per l'emissione, in precedenza disciplinati da un vero e proprio *microsistema* normativo<sup>69</sup> comprendente, oltre che la legge di riferimento, anche le delibere attuative del Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio e le Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia<sup>70</sup>.

---

<sup>66</sup> L'art. 11, comma 4, del testo unico bancario statuisce infatti che: *Il divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico non si applica: (...) c) alle società, per la raccolta effettuata ai sensi del codice civile mediante obbligazioni, titoli di debito od altri strumenti finanziari*. Per l'esame di tale norma si rinvia *supra* Cap. I - Par. 3.

<sup>67</sup> L'art. 2483 c.c. richiede che l'eventuale facoltà di emettere titoli di debito sia prevista nell'atto costitutivo della società a responsabilità limitata. Occorre altresì evidenziare che, nel caso in cui i titoli di debito siano trasferiti a soggetti che non rivestono la qualità di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, chi trasferisce i titoli *risponde della solvenza della società* nei confronti degli acquirenti che non siano soci della medesima. L'art. 2483 c.c. è esaminato *supra* Cap. II - Par. 3. *Profili soggettivi e requisiti per l'emissione*.

<sup>68</sup> Mette conto osservare che è subito emersa, sin dai primi commenti giornalistici al d.l. 83/2012, la peculiare rilevanza delle nuove norme per le s.r.l. A tal proposito, nel principale quotidiano economico italiano, si rileva che le novità recate d.l. 87/2012, cosiddetto decreto sviluppo, sono volte ad incentivare le cambiali finanziarie "soprattutto a vantaggio delle Srl, che a differenza delle altre società di capitali non possono emettere [ricorrere a, l'articolo contiene un refuso] prestiti obbligazionari. Ecco, allora, che una persona fisica che intende finanziare una società a responsabilità limitata, potrà farlo come finanziatore esterno, senza doverne diventare socio." (DE STEFANI L., *Società "medie", la chance delle cambiali finanziarie*, *Il Sole 24 ore*, 31 agosto 2012).

<sup>69</sup> CAPO G., *Le cambiali finanziarie*, p. 137, in FAUCEGLIA G. (a cura di), *op. cit.*

<sup>70</sup> Il Legislatore, in origine, scelse di demandare alla normativa secondaria l'individuazione di connotati essenziali delle cambiali finanziarie, quali: il novero delle imprese abilitate, i requisiti per l'emissione, i connotati del titolo. La *ratio* di tale opzione legislativa consiste nella maggiore duttilità della normativa secondaria, considerata più idonea di quella primaria ad assicurare il coordinamento tra le cambiali finanziarie e la disciplina generale recata dal testo unico bancario (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, pp. 261s).

A seguito della riforma in esame, le Istruzioni di vigilanza 21 marzo 2007 recano i connotati del titolo cambiale finanziaria, mentre i profili soggettivi ed i requisiti per l'emissione sono unitariamente disciplinati dalla novellata legge 43/1994<sup>71</sup>.

I principali ostacoli, endogeni alla previgente disciplina, che hanno ostacolato la diffusione delle cambiali finanziarie tra le società a responsabilità limitata, si rinvencono nella complessità delle procedure per l'emissione e nell'eccessiva onerosità dei requisiti prescritti dalla normativa secondaria. Il decreto 87/2012 interviene su entrambi i menzionati profili.

In primo luogo, il nuovo art. 1 della legge 43/1994 stabilisce che l'emissione ed il collocamento di cambiali finanziarie, posti in essere da società ed enti non aventi titoli rappresentativi del capitale negoziati in mercati regolamentati o non regolamentati, devono essere assistiti da una banca o da un intermediario mobiliare, in qualità di sponsor<sup>72</sup>.

In virtù di tale norma, le società non aventi una funzione finanziaria particolarmente elaborata<sup>73</sup> sono comunque poste in grado, attraverso il supporto dello sponsor, di affrontare gli adempimenti richiesti dall'emissione di strumenti finanziari.

Tuttavia, tra la legge 43/1994 e la disciplina secondaria si è sviluppata un'evidente distonia, poiché l'intervento legislativo, da un lato, assegna rilievo primario all'esigenza di incentivare il nuovo strumento di finanziamento, mentre le norme secondarie, dall'altro lato, hanno introdotto una disciplina vincolistica e rigorosa, in cui l'obiettivo di tutelare gli investitori fa premio sul favor dimostrato dalla l. 43/1994 (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 251).

<sup>71</sup> Il corpus normativo, in materia di cambiali finanziarie, è stato oggetto di un'evoluzione che si articola in tre fasi.

Nella prima fase, immediatamente successiva all'introduzione dell'istituto, le fonti del diritto, oltre che la legge 43/1994, erano tre: la delibera Cicr 3 marzo 1994 (recante la disciplina attuativa dell'art. 11 Tub), il decreto del Ministro del tesoro 7 ottobre 1994 (recante la disciplina delle caratteristiche di cambiali finanziarie e certificati d'investimento, ivi incluse le norme sulla trasparenza delle operazioni) e le Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia 28 giugno 1995 (recanti la disciplina applicativa in materia di raccolta non bancaria del risparmio).

Nella seconda fase, la delibera Cicr 19 luglio 2005 ha revocato sia il precedente provvedimento del 1994 sia il decreto ministeriale 7 ottobre 1994. Le Istruzioni di vigilanza 21 marzo 2007 disciplinano, invece, i soli connotati che il titolo cambiale finanziaria deve rivestire (art. 3).

Infine, l'ultima fase si caratterizza per l'inserimento nella l. 43/1994 dei requisiti oggettivi e subiettivi dell'emissione, residuando disciplinati dalla normativa secondaria i soli connotati del titolo. Per tali profili, si veda altresì *supra* Cap. II - Par. 1. *Il quadro normativo* e Cap. III - Par. 3. *Profili soggettivi e requisiti per l'emissione*.

<sup>72</sup> Il necessario intervento dello sponsor è prescritto dal comma 2 bis, introdotto nell'art. 1 della l. 43/1994 dall'art. 32 del d.l. 83/2012. Per la nozione di sponsor e la trattazione della relativa disciplina si veda *supra* Cap. III - Par. 3. e 4.

<sup>73</sup> Autorevole dottrina ha messo in luce, con riferimento alla disciplina ante riforma, come "una funzione finanziaria sufficientemente organizzata" fosse necessaria "non solo per entrare nel mercato ma anche e soprattutto per seguirlo dopo che siano state effettuate le emissioni, specie se - come dovrebbe essere auspicato - queste dovessero diventare uno strumento abituale di finanziamento aziendale" (RUOZI R., *Le imprese e le cambiali finanziarie*, in *Banche e banchieri*, n. 4, 1996

A tal proposito occorre osservare che, in coerenza con quanto previsto dall'art. 2483 c.c., le cambiali finanziarie emesse dalla menzionata categoria di imprese non possono essere collocate, né in seguito girate, in favore di soggetti che non rivestono la qualità di investitori professionali<sup>74</sup>.

L'esclusiva destinazione delle cambiali finanziarie, emesse da società per azioni chiuse e da società a responsabilità limitata, consente di procedere all'emissione senza l'osservanza della normativa concernente il prospetto informativo, richiesto dall'art. 94 Tuf come presupposto per l'offerta al pubblico di strumenti finanziari<sup>75</sup>. Tale requisito è dichiarato inapplicabile alle offerte rivolte esclusivamente ad investitori professionali, in virtù dell'art. 32 *ter* del Regolamento emittenti, come modificato dall'art. 3 della delibera Consob 20 gennaio 2012, n. 18079<sup>76</sup>.

Antecedentemente alle modifiche riportate, la complessità e gli oneri connessi alla redazione del prospetto informativo, nonché il regime di responsabilità conseguente, avevano contribuito ad indirizzare le imprese di minori dimensioni verso canali di finanziamento alternativi alle cambiali finanziarie<sup>77</sup>.

---

citato in CARLINI V. – LEONI L., *Le cambiali finanziarie*, p. 380, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *op. cit.*).

<sup>74</sup> Il nuovo comma 2 *bis*, lett. d), dell'art. 1, l. 43/1994 dispone infatti: *Le cambiali finanziarie devono essere emesse e girate esclusivamente in favore di investitori professionali che non siano, direttamente o indirettamente, soci della società emittente; il collocamento presso investitori professionali in rapporto di controllo con il soggetto che assume il ruolo di sponsor è disciplinato dalle norme vigenti in materia di conflitti di interesse.*

Per investitori qualificati si intendono, a norma dell'art. 26, comma 1, lett. d) del Regolamento intermediari, i soggetti che soddisfano i requisiti indicati nell'Allegato n. 3 al medesimo regolamento. Per l'indicazione nominativa di tali soggetti, si veda *supra* Cap. III – Par. 3. ed ivi note 61s.

<sup>75</sup> L'art. 94, primo comma, del testo unico finanziario dispone: *Coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico pubblicano preventivamente un prospetto. A tal fine, per le offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari comunitari nelle quali l'Italia è Stato membro di origine e per le offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari, ne danno preventiva comunicazione alla Consob allegando il prospetto destinato alla pubblicazione. Il prospetto non può essere pubblicato finché non è approvato dalla Consob.* In materia di prospetto si veda altresì *supra* Cap. II nota 162.

<sup>76</sup> Mette conto rilevare che il Regolamento emittenti, come modificato dalla delibera Consob 1532/2005, dichiarava inapplicabile la disciplina in materia di prospetto alle sollecitazioni, *inter alia*, aventi per oggetto prodotti finanziari di valore nominale unitario minimo di almeno 50.000 euro (art. 34 *ter*). Le cambiali finanziarie risultavano, dunque, sempre escluse, poiché le Istruzioni di vigilanza 21 marzo 2007 (art. 3) prescrivono per le cambiali finanziarie un valore nominale unitario non inferiore a 50 mila euro. In seguito, tuttavia, la delibera Consob 18079/2012 ha innalzato la soglia per l'esenzione a 100 mila euro. Si veda altresì *supra* Cap. II – Par. 5. *La cambiale finanziaria come strumento finanziario. La tutela del pubblico risparmio prima della riforma.*

<sup>77</sup> Autorevole dottrina, con riferimento alla disciplina ante riforma, osserva che: "Il frequente ricorso ad operazioni di collocamento privato è anche dovuto alla necessità delle imprese di contenere

Sempre per quanto concerne i costi totali dell'emissione, la riforma del 2012 ha sancito il definitivo superamento del previgente obbligo, a carico di società per azioni chiuse ed s.r.l., di ottenere la prestazione di garanzia a fronte dell'emissione<sup>78</sup>.

La tutela degli investitori è assicurata da due requisiti convergenti. Anzitutto lo *sponsor* è tenuto a mantenere nel proprio portafoglio, fino alla naturale scadenza, una quota minima dei titoli, predeterminata in ragione dell'ammontare complessivo dell'emissione<sup>79</sup>. In tal modo lo *sponsor* si impegna direttamente, *in termini economici*, nell'operazione, mostrando ai potenziali investitori di nutrire fiducia nel merito creditizio dell'emittente, nei cui titoli investe<sup>80</sup>.

L'altro requisito consiste nell'attribuzione, ad opera dello stesso *sponsor*, di un *rating* alla società emittente, sulla base di una valutazione che deve essere resa pubblica. Unitamente a tale adempimento, il decreto 83/2012 prescrive che l'ultimo bilancio dell'emittente sia

---

i costi e aggirare problemi tecnici. Infatti, si ricorderà che nel caso di offerta al pubblico di cambiali finanziarie, trattandosi di valori mobiliari, le imprese sono tenute alla redazione del prospetto informativo, che rappresenta un ostacolo notevole, anche dal punto di vista culturale, in quanto esula dalla consuete modalità operative delle imprese soprattutto piccole e medie" (CARLINI V. - LEONI L., *Le cambiali finanziarie*, p. 380, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *op. cit.*).

<sup>78</sup> Tale requisito era richiesto dalla delibera Cicr 3 marzo 1994 (paragrafo 2) e dalle Istruzioni di vigilanza 28 giugno 1995 (art. 3.1). La successiva delibera Cicr 19 luglio 2005, unitamente alle conseguenti Istruzioni di vigilanza 21 marzo 2007, ha omesso ogni riferimento alla garanzia, inducendo la dottrina a ritenere che tale requisito fosse sempre facoltativo, a prescindere dalla forma societaria rivestita dall'emittente (SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, pp. 268s).

Tuttavia, la Commissione Finanze della Camera, nel citato Documento conclusivo dell'*Indagine conoscitiva sul mercato degli strumenti finanziari*, ha sollecitato un intervento del Legislatore in merito, onde superare definitivamente il requisito della garanzia (*Documento conclusivo*, cit., p. 57). Il decreto 83/2012 ha dato seguito a tale richiesta recando, *a livello legislativo anziché secondario*, una riforma complessiva delle tutele previste a fronte dell'emissione di cambiali finanziarie. In materia si veda *supra* Cap. II - Par. 3. e Cap. III - Par. 3.

<sup>79</sup> Tale requisito è prescritto dal nuovo comma 2 *bis*, lett. a), introdotto nell'art. 1 della l. 43/1994 dal decreto legge 83/2012. Per l'indicazione delle varie percentuali richieste, determinate *regressivamente* in ragione dell'ammontare complessivo dell'emissione, si veda *supra* nota 55.

<sup>80</sup> Mette conto rilevare che le società, *diverse dalle medie e piccole imprese* come individuate ai sensi della direttiva 2003/361/CE, hanno facoltà di rinunciare alla nomina dello *sponsor*. Tale facoltà è subordinata alla condizione che *l'emissione sia assistita, in misura non inferiore al 25 per cento 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* (art. 1, comma 2 *quinquies*, l. 43/1994).

L'ammontare della garanzia cui è subordinata la facoltà di deroga induce, tuttavia, a ritenere che ben poche società troveranno conveniente avvalersene (BOMPANI A. - CATELANI E., *op. cit.*, pp. 115s). Per la trattazione della menzionata deroga si veda *supra* Cap. III - Par. 4 *Lo sponsor e la rilevanza del rating*.

certificato da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili<sup>81</sup>.

Tali requisiti perseguono l'obiettivo di contemperare la tutela degli investitori, peraltro necessariamente professionali, con il contenimento dei costi connessi all'emissione.

In origine, infatti, l'obbligo, previsto in capo alle società non aventi titoli quotati, di ottenere una garanzia di ammontare non inferiore del 50% del valore di sottoscrizione dei titoli emessi, aveva spostato i termini del bilanciamento *completamente* a favore delle esigenze di tutela, pregiudicando la convenienza della cambiale finanziaria quale strumento di raccolta competitivo con il credito bancario<sup>82</sup>.

In seguito, l'omissione di ogni riferimento alla garanzia aveva determinato la prevalenza, *senza contrappesi*, delle finalità di incentivazione per gli emittenti, attenuando tuttavia l'affidabilità dello strumento per i potenziali investitori.

La soluzione prescelta dal Legislatore del 2012 consente ai potenziali investitori, peraltro necessariamente professionali, di conoscere il merito creditizio delle società a responsabilità limitata nei cui titoli investono, in virtù del *rating* assegnato dallo *sponsor* e 'confermato' sia dalla certificazione dell'ultimo bilancio dell'emittente sia dall'investimento diretto dello *sponsor* nei suoi titoli. D'altro canto, la società emittente, attraverso il sistema di *rating*, ha l'opportunità di 'farsi conoscere' all'esterno, collocando più agevolmente i titoli offerti ed incrementandone la *marketability*<sup>83</sup>.

Il bilanciamento stabilito dal decreto 83/2012, ancorché meno oneroso del sistema di tutele fondato sulla prestazione di garanzia, presenta tuttavia due rilevanti profili di negatività.

---

<sup>81</sup> Il nuovo art. 1, comma 2 *bis*, lett. c), della l. 43/1994 stabilisce che: *L'ultimo bilancio deve essere certificato da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili*. Per la trattazione di tale requisito, si veda *supra* Cap. III - Par. 3.

<sup>82</sup> SALAMONE L. - SPADA P. - PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 251 e CARLINI V. - LEONI L., *Le cambiali finanziarie*, pp. 375ss, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *op. cit.*

<sup>83</sup> "Infatti, se da un lato viene incrementata la tutela e la sicurezza dell'investitore, dall'altro lato anche le imprese potranno ottenere vantaggi sia riducendo i tassi di rendimento delle proprie emissioni sia godendo di un 'effetto marketing' dovuto al miglioramento dell'immagine aziendale, che consentirà all'impresa di collocare più facilmente i titoli offerti" (CARLINI V. - LEONI L., *Le cambiali finanziarie*, p. 380, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *op. cit.*).

In primo luogo, nonostante la cambiale finanziaria sia uno strumento di raccolta alternativo all'intermediazione bancaria<sup>84</sup>, tra i vari soggetti che possono rivestire la qualità di *sponsor* le banche sono certamente i principali. Di conseguenza, in virtù della nuova disciplina, il 'decollo' del processo di *disintermediazione bancaria* è affidato *proprio alle banche*.

Sono altresì leciti i dubbi circa la convenienza per le banche di assumere il ruolo di *sponsor*<sup>85</sup>. Tale qualifica comporta, infatti, non solo l'obbligo di sottoscrivere, *e di mantenere in portafoglio*, una rilevante percentuale dei titoli emessi ma altresì di valutare, *e di rendere pubblico*<sup>86</sup>, il merito creditizio della società sponsorizzata.

Inoltre, qualora la banca assumesse la qualità di *sponsor*, sarebbe tenuta a segnalare per ciascun emittente, *sempre nei confronti del pubblico*, se l'ammontare di cambiali finanziarie in circolazione è superiore al totale dell'attivo corrente, come rilevabile dall'ultimo bilancio approvato<sup>87</sup>.

I menzionati adempimenti, travalicanti il rapporto bilaterale banca – società finanziata e tali da impegnare *all'esterno* l'attendibilità dello *sponsor* oltre che della società sponsorizzata, inducono a ritenere che le banche intraprenderanno con cautela operazioni richiedenti un così intenso coinvolgimento.

---

<sup>84</sup> Autorevole dottrina ha costantemente segnalato che la normativa sulle cambiali finanziarie, anziché promuovere un processo di *disintermediazione bancaria*, rafforza la formazione di un rapporto privilegiato tra emittente e banca di riferimento (MIGNARRI E., *op. cit.*, pp. 499s). Con riferimento all'esperienza delle *commercial papers*, in dottrina si rileva altresì che l'emissione ed il collocamento di tali strumenti hanno sovente implicato l'intermediazione di banche, provocando per tali imprese "risvolti favorevoli, in termini di ampliamento della gamma della produzione bancaria" (MORI M., *op. cit.*, pp. 13ss).

<sup>85</sup> Occorre rammentare che il decreto legge 87/2012 ha precluso alle banche la facoltà di emettere cambiali finanziarie (art. 1, comma 2 bis, l. 43/1994). In tal modo è stato trasposto a livello legislativo il divieto, in origine previsto come temporaneo, posto dalla delibera Cicr 3 marzo 1994 e confermato dalla successiva delibera 19 luglio 2005 (SALAMONE L. – SPADA P. – PELLIZZI G.L., *op. cit.*, p. 266).

Le banche, ancorché non possano emettere cambiali finanziarie, hanno tuttavia facoltà di sottoscriverle. Infatti "tali intermediari potrebbero acquisirle per non concludere scambi creditizi di altro genere [rispetto al credito bancario diretto] con determinate controparti ovvero per canalizzare risparmio verso operatori, a cui non verrebbero erogati prestiti secondo schemi tradizionali" (MORI M., *op. cit.*, p. 123).

<sup>86</sup> In tal senso dispone l'ultimo periodo del comma 2 *ter*, introdotto dal decreto 83/2012 nell'art. 1 della l. 43/1994.

<sup>87</sup> L'art. 32, sesto comma, del d.l. 83/2012 stabilisce che *Il limite massimo all'ammontare di cambiali finanziarie in circolazione è pari all'attivo corrente come rilevabile dall'ultimo bilancio approvato*.

Allo *sponsor* è conferita la responsabilità di segnalare, per ciascun emittente, se tale limite è stato superato. Per la nozione di *attivo corrente* si veda *supra* Cap. III – Par. 4.



Un argomento uguale e contrario revoca in dubbio l'attrattività della 'nuova' cambiale finanziaria per i potenziali emittenti, in primo luogo società per azioni chiuse e società a responsabilità limitata.

Infatti, mentre il finanziamento bancario si fonda su un rapporto bilaterale e riservato tra impresa e banca<sup>88</sup>, il ricorso alle cambiali finanziarie implica la valutazione del mercato sul merito creditizio della società emittente, la quale deve altresì accettare di sottoporsi al *rating*, formulato e reso pubblico a cura dello *sponsor*.

Non appare arduo concludere che il credito bancario diretto, caratterizzato da poche o nulle ripercussioni esterne anche in caso di esito negativo delle trattative, costituisce per le imprese una *fonte* e per le banche un *impegno* più appetibile di uno strumento che implica la continua sottoposizione al giudizio del mercato<sup>89</sup>. Per superare tale diffidenza sarebbe stato necessario un deciso incentivo di carattere fiscale, solo parzialmente recato dal decreto 87/2012<sup>90</sup>.

In conclusione, l'istituto cambiale finanziaria persegue un'esigenza di primaria rilevanza, consistente nella promozione di un canale di finanziamento alternativo al credito bancario, nell'interesse di imprese, soprattutto piccole e medie, particolarmente esposte nei confronti del circuito bancario.

In tal senso, sono da accogliere con favore talune innovazioni recate dalla riforma del 2012, quali la modifica dei termini di durata<sup>91</sup> e la semplificazione normativa<sup>92</sup>. Tuttavia, il

---

<sup>88</sup> Infatti le banche, nell'ambito delle trattative bilaterali e riservate con i soggetti che richiedono finanziamenti, "assicurano ripercussioni pressoché nulle, all'esterno del giudizio cui perverrebbero in merito a un potenziale mutuatario" (MORI M., *op. cit.*, p. 131).

<sup>89</sup> Autorevole dottrina rinviene proprio nella refrattarietà delle imprese a sottoporsi al giudizio del mercato uno dei maggiori ostacoli alla diffusione delle cambiali finanziarie (DI PASQUALI F., *op. cit.*, citato in CARLINI V. - LEONI L., *Le cambiali finanziarie*, pp. 376s, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *op. cit.*).

<sup>90</sup> L'art. 32 del d.l. 83/2012 ha previsto, per le società aperte, un'imposta sostitutiva sui proventi pari al 20%, mentre le cambiali finanziarie emesse da società chiuse continuano ad essere assoggettate alla precedente ritenuta del 12,50%.

<sup>91</sup> Il decreto 83/2012 ha modificato i termini di durata delle cambiali finanziarie, originariamente ricompresi tra i tre e dodici mesi dalla data di emissione. Attualmente, le cambiali finanziarie devono avere una scadenza non inferiore a un mese e non superiore a trentasei mesi dalla data di emissione.

La novella persegue un duplice obiettivo: da un lato, il termine minimo è approssimato a quello proprio delle *commercial papers* diffuse nella prassi internazionale, dall'altro, il termine massimo è esteso onde favorire la formazione di un mercato secondario delle cambiali finanziarie. In proposito si rinvia *supra* Cap. III - Par. 2. *Connotati del titolo*.

sistema di tutele fondato sullo *sponsor*, predisposto al fine di agevolare l'emissione di cambiali finanziarie da parte di società chiuse, ha assunto connotati di notevole complessità, tali da revocare in dubbio la fruibilità dell'istituto per le piccole e medie imprese.

Lo *scalino normativo* tra società aperte e chiuse risulta tuttora arduo da superare, sicché la peculiare dipendenza di queste ultime dal sistema bancario potrà difficilmente essere scalfita attraverso le 'nuove' cambiali finanziarie.

---

<sup>92</sup> La semplificazione normativa consiste nella riunione di tutti i requisiti, di carattere sia oggettivo sia soggettivo, per l'emissione delle cambiali finanziarie nella l. 43/1994, mentre la normativa secondaria disciplina esclusivamente taluni connotati del titolo.

## BIBLIOGRAFIA GENERALE

(ordine alfabetico per autore)

ASCARELLI T. – BONASI BENUCCI E., *Cambiale*, in *Noviss. Dig.*, II, Torino, 1958.

ASQUINI A., *Titoli di credito*, II ed., Padova, 1966.

CAMPOBASSO G.F., *La riforma delle società di capitali e delle cooperative*, Torino 2003.

GALGANO F., *Il negozio giuridico*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. Cicu – F. Messineo, continuato da L. Mengoni, vol III, tomo I, Giuffrè, Milano, 1998.

MARTORANO F., *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2007

SALAMONE L. – SPADA P., *Commentario breve al diritto delle cambiali, degli assegni e di altri strumenti di credito e mezzi di pagamento*, Padova, 2008

SEGRETO A. – CARRATO A., *la Cambiale*, Milano, 1996.

TEDESCHI G.U., *la cambiale*, in *Tratt. Dir. Priv.* a cura di Rescigno, 13, Torino, 1985.

VIVANTE C., *Le cose: merci e titoli di credito, compresa la cambiale*, IV ed., Milano, 1914.

## BIBLIOGRAFIA ANALITICA

**Accettazioni bancarie e commercial papers**

ASCARELLI F., *Commercial paper*, *Digesto IV. Disc. Priv. Sez. Comm.*, III, Torino 1998,

BIFFIS P. *La produzione bancaria*, Giappichelli, Torino, 1995.

CACCIAMANI C., *La commercial paper: tecniche e mercati*, in *Banche e banchieri*, 1993,

CALVI, *la disciplina dell'emissione e della circolazione di commercial papers*, in *Corr. Giur.* 1998, 3.

CAPRIGLIONE, *Le polizza di credito commerciale*, in *Banca e Borsa*, 1989, I.

CHIARANDA, *I commercial papers e le cambiali finanziarie*, in *Riv. Dott. Commerc.*, 1991.

LUONGO – MORETTI, *Commercial paper. Un'analisi per la sua introduzione nel mercato italiano*, in *diritto dell'economia*, 1991, I.

MORETTI, *Commercial paper: il mercato degli Stati Uniti, l'esperienza italiana e possibili linee evolutive dello strumento*, in *Banche e banchieri*, 1985.

RIZZINI-BISINELLI, *Nascono (o muoiono) i commercial papers*, in *Società*, 1994.

SPAGNUOLO D., *l'esperienza dei commercial papers negli Stati Uniti ed in Europa*, in Fauceglia (a cura di), *La raccolta non bancaria del risparmio tra il pubblico*.

STAGNO D'ALCONTRES, *Tipicità ed atipicità nei titoli di credito*, Milano, 1992.

TROIANO, *Le polizza di credito commerciale*, Bari, 1994.

### **Cambiali finanziarie**

ANELLO P. – RIZZINI BISINELLI S., *Commercial paper e cambiali finanziarie dopo la legge n. 43/1994*, in *Società*, 1994,

BASSI A., *Disciplina delle cambiali finanziarie*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1997.

BRACCI, *Cambiali finanziarie: emissioni pubbliche e private*, in *Bancaria*, 1995.

BRANDA, *trattamento fiscale della cambiale finanziaria*, in *Fisco*, 1994.

CABRAS G., *I titoli di debito nelle società a responsabilità limitata*, *dircomm.it*, 2003, ottobre.

CARRIERO G., *La disciplina delle obbligazioni e dei titoli di debito nel nuovo diritto societario*, in Capriglione F. (a cura di), *Nuovo diritto societario e l'intermediazione bancaria e finanziaria*, Padova 2003.

CENDON P. (a cura di), *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, *Finanziamento alle imprese*, XII, Utet, 2005.

CLEMENTE, PERASSI, CRISCUOLO, in Capriglione (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 1994.

DEZZANI, *Cambiali finanziarie e certificati di investimento, scritture contabili*, in *il Fisco*, 1995.

DI PASQUALI. *Commento alla nuova disciplina delle cambiali finanziarie*, in *Banche e Banchieri*, 1995.

FABRIZI, FORESTIERI, MOTTURA, *Gli strumenti e i servizi finanziari*, EGEA, 2000.

- GIRINO E., *La raccolta di risparmio «alternativa», I contratti*, 1994, n. 3
- GIRINO, *Raccolta di risparmio e cambiali finanziarie: le regole del CICR*, in *Amministr. & Finanza*, 11, 1994.
- GRECO. G.L., *L'emissione di cambiali finanziarie da parte di società a responsabilità limitata alla luce del nuovo art. 2483 c.c. e delle nuove disposizioni attuative dell'art. 11 del testo unico bancario*, in *Studi e note di economia*, 2007.
- LIBONATI B., *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano
- MARTORANO F., *profili cartolari delle cambiali finanziarie*, in *Banca, Borsa, Titoli*, 1996, I.
- MASI, *Primo approccio alle cambiali finanziarie*, in *Banca, Borsa, Titoli*, 1994, I.
- MIGNARRI E., *le cambiali finanziarie nel corporate finance*, in *Banche e banchieri*, 1996.
- MORI, *dall'U.S. commercial paper alla cambiale finanziaria*, Padova, 1995.
- PARRELLA L., *Raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche*, *Dir. Banc.*, 2006, n. 1
- PAVONE LA ROSA A., *La cambiale*, in A. Cicu – F. Messineo (diretto da), *Trattato di diritto civile e commerciale*, Giuffrè, Milano 1994, II° ed.,
- PETRINI, *La nuova legge sulle cambiali finanziarie*, in *impresa*, 1994 .
- PICCOLO, *La disciplina delle cambiali finanziarie*, in *Impresa*, 1994.
- RICCIARDI A., *i finanziamenti a titolo di credito*, in Fabbrini – Musaiò (a cura di), *Contabilità e bilancio, Fondamenti e disciplina*, Milano, 2004
- RIGHINI, *La nuova disciplina delle cambiali finanziarie*, in *Corr. Giur.*, 1994.
- SANTORO V., *Garanzia della solvenza della società a responsabilità limitata in caso di circolazione dei titoli di debito*, *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2004, n. 4
- SCHIAVON, *Le nuove cambiali finanziarie: analogie e differenze rispetto ad altri strumenti creditizi*, in *Impresa*, 1994.
- SPADA P., *Dai titoli cambiari ai valori mobiliari*, *Riv. Dir. Civ.*, 1994,
- SPADA P., *L'emissione dei titoli di debito nella «nuova» società a responsabilità limitata*, *Riv. Soc.*, 2003,
- TRENCATI A., *Titoli di credito e di partecipazione, ne il diritto privato oggi*, seria a cura di Cendon P., 2009.
- URBANI, *Commentario breve alla legge cambiaria*, 1995.

**Cambiali finanziarie ex d.l. 83/2012**

BOMPANI A. – CATELANI E., *Project bond & commercial paper. Obbligazioni garantite, subordinate, partecipative e cambiali finanziarie alla ricerca di investitori qualificati*, Milano, 2012.

DE STEFANI L., *Società «medie», la chance delle cambiali finanziarie, ne il Sole24ore – norme e tributi*, 2012.

MESSINA P., RICOZZI R., GIANNESI G., *Nuovi strumenti di finanziamento per le imprese: cambiali finanziarie e meno limiti, ne il sole24ore – mercati e impresa*, 2012.

SERVIZIO STUDI DEL SENATO DELLA REPUBBLICA, *Cambiali finanziarie A.S. 1670 e A.S. 2747*, 2011.