

I BATTELLI DEL RENO

Rivista on-line di diritto ed economia dell'impresa

(www.ibattellidelreno.uniba.it – www.ibattellidelreno.it)

direzione

Gianvito Giannelli Ugo Patroni Griffi Antonio Felice Uricchio

comitato scientifico

**Sabino Fortunato (coordinatore) - Lorenzo De Angelis - Pietro Masi -
Cinzia Motti - Antonio Nuzzo – Luigi Filippo Paolucci - Salvatore Patti -
Michele Sandulli - Gustavo Visentini**

Redazione di Bari

**Emma Sabatelli, Giuseppina Pellegrino, Eustachio Cardinale, Rosella
Calderazzi, Barbara Francone, Anna De Simone, Valentino Lenoci,
Enrico Scoditti, Emma Chicco, Claudio D'Alonzo, Giuditta Lagonigro,
Concetta Simone**

Redazione di Foggia

**Michele Bertani, Andrea Tucci, Giuseppe Di Sabato, Corrado Aquilino,
Pierluigi Pellegrino, Grazia Pennella, Annalisa Postiglione**

Redazione di Lecce

**Maria Cecilia Cardarelli, Andrea Sticchi Damiani, Giuseppe Positano,
Alessandro Silvestrini**

Redazione di Napoli

**Andrea Patroni Griffi, Alfonso M. Cecere, Nicola De Luca, Carlo Iannello,
Sergio Marotta, Francesco Sbordone, Pasquale Serrao d'Aquino**

Redazione di Roma

**Giustino Enzo Di Cecco, Paolo Valensise, Vincenzo Vitalone, Valeria
Panzironi, Ermanno La Marca, Valentina Depau**

Redazione di Taranto

**Daniela Caterino, Giuseppe Labanca, Cira Grippa, Gabriele Dell'Atti,
Giuseppe Sanseverino, Pietro Genoviva, Francesco Sporta Caputi, Barbara
Mele**



**UNIVERSITÀ
DEGLI STUDI DI BARI
ALDO MORO**

Direzione

Piazza Luigi di Savoia n. 41/a
70100 – BARI - (Italy)
tel. (+39) 080 5246122 • fax (+39) 080 5247329
direzione.ibattellidelreno@uniba.it

Coordinatore della pubblicazione on-line: Giuseppe Sanseverino
Redazione: presso il Dipartimento Jonico in Sistemi Giuridici ed Economici del Mediterraneo:
Società, Ambiente, Culture - Sezione di Economia -
Via Lago Maggiore angolo Via Ancona
74121 - TARANTO - (Italy)
tel (+39) 099 7720616 • fax (+39) 099 7723011
redazione.ibattellidelreno@uniba.it
giuseppe.sanseverino@uniba.it

ISSN 2282-2461 I Battelli del Reno [on line]

I Battelli del Reno, rivista on line di diritto ed economia dell'impresa, è registrata presso il Tribunale di Bari (decreto n. 16/2012)

La rivista è licenziata con Creative Commons Attribuzione – Non commerciale - Non opere derivate 3.0 Italia (CC BY-NC-ND 3.0 IT)

Cinzia Motti

DALLA DESTINAZIONE ALLA CIRCOLAZIONE ALLA DESTINAZIONE AL MERCATO: I “NUOVI” TITOLI DI MASSA (*)

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. L’oggetto degli scambi: la natura di titoli di massa. – 3. (Segue). Funzione di investimento e categorie di strumenti finanziari. – 4. Le caratteristiche degli emittenti. – 5. Le caratteristiche degli investitori. – 6. Conformazione del mercato e disciplina della raccolta di fondi rimborsabili (art. 11 T.u.b.). – 7. Sicurezza della circolazione e regole della “finanza scritturale”.

1. Desidero ringraziare di cuore gli organizzatori per l’invito a prendere la parola in questo Convegno, accanto a così illustri relatori, e mi unisco anch’io al ricordo commosso del prof. Partesotti, del quale ho avuto modo di conoscere le qualità di Maestro rigoroso e al tempo stesso indulgente con i più giovani, così ben tratteggiate questa mattina da Giuliana Martina.

Al momento di scegliere il tema del mio intervento, mi è tornata alla mente l’attenzione con cui aveva seguito – registrandone poi meticolosamente le tappe in ciascuna edizione delle Sue *Lezioni* – le sorti della tecnica dell’incorporazione, preoccupato com’era di preservare la distinzione fra ciò che attiene al diritto cartolare e ciò che invece ad esso è estraneo. Di qui la decisione di occuparmi della nuova disciplina¹ delle cambiali finanziarie e dei c.d. minibond, di cui si intende ora favorire l’emissione nel tentativo di ridimensionare la dipendenza dal finanziamento bancario²,

(*) Il presente scritto è destinato agli Atti del Convegno in memoria del Prof. Giulio Partesotti (Venezia, 9-10 maggio 2014)

¹ Il riferimento è all’art. 32 d.l. 83/2012, convertito nella l. 134/2012, e successive modifiche ed integrazioni.

² Si vedano i dati e le analisi contenuti nella nota del Centro studi Confindustria dal titolo «Nuova finanza per le imprese: più capitale, più bond e strumenti innovativi per le PMI», a firma di F. Brunori, V. Carlini

soprattutto da parte delle piccole e medie imprese (in tempi di crisi particolarmente colpite dal *credit crunch*). In verità, si tratta di strumenti non nuovi in senso assoluto (l'innovazione finanziaria, del resto, non è compito del legislatore)³: il nuovo regime, tuttavia, mi sembra possa offrire qualche spunto di riflessione su quale sia attualmente la linea di confine fra diritto cartolare e diritto della finanza.

Una precisazione preliminare è d'obbligo, per chiarire il senso della contrapposizione fra destinazione alla circolazione e destinazione al mercato: contrapposizione che potrebbe apparire ad alcuni inespressiva, e ad altri pleonastica. Inespressiva, per coloro che identificano "circolazione" e "mercato", "scambio" e "negoziazione" (dubitando, di conseguenza, della stessa utilità della distinzione fra titoli di massa e di serie): non vi è infatti titolo di credito che non sia destinato al mercato, se inteso quale ipostasi della domanda e dell'offerta (sia esso il mercato del denaro, o delle merci, o delle derrate)⁴. Pleonastica, per coloro che, all'opposto, individuano la funzione economica del titolo di massa – quale forma di più intensa mobilitazione della ricchezza⁵ – precisamente nella destinazione al mercato dell'investimento, grazie all'attitudine a formare oggetto di una serie di scambi potenzialmente illimitata fra soggetti non determinabili a priori, il che sarebbe inconcepibile nella logica dell'affare individuale: ragion per cui tale destinazione sarebbe già implicitamente evocata dal riferimento a tale concetto.

L'enfasi sulla destinazione al mercato, tuttavia, appare giustificata ove si consideri che dai recenti interventi legislativi emerge – come tenterò di dimostrare – un nesso inscindibile fra raccolta di fondi da parte delle società non quotate e destinazione (non al mercato dell'investimento genericamente inteso, bensì) ad un particolare mercato, o forse meglio ad un particolare segmento del mercato finanziario.

e C. Rapacciuolo, spec. p. 3 (ed ivi un confronto con i principali Paesi europei e con gli Stati Uniti). Il documento è consultabile all'indirizzo <http://www.confindustria.it/studiric.nsf/>.

³ Non vi è dubbio infatti che la raccolta di fondi mediante l'emissione di cambiali finanziarie e altri titoli di debito fosse già consentita alle società di capitali, quotate e non. L'enfasi (specie giornalistica) sul carattere innovativo sarebbe dunque il frutto di un'operazione di «marketing normativo», a giudizio di chi ritiene che di realmente nuovo – almeno per quel che concerne i minibond – vi sarebbe solo il regime fiscale e contabile, o quasi (P. CARRIÈRE, *I minibond e le "nuove" obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, in *Società*, 2014, p. 183 ss., ivi a p. 187).

⁴ Descritto in termini di mercato dei diritti di accesso a ricchezza assente: v. per tutti SPADA, *La circolazione della «ricchezza assente» alla fine del millennio (riflessioni sistematiche sulla dematerializzazione dei titoli di massa)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, p. 407 ss.; ID., *Introduzione al diritto dei titoli di credito - Documenti circolanti, circolazione intermediata e password*³, Torino, 2012, p.106 ss. (di massa, dunque, non sarebbe il titolo, quanto piuttosto l'uso che se ne fa: *ivi*, p. 124).

⁵ V. LIBERTINI, *Premesse a una revisione della teoria unitaria dei titoli di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1972, I, p. 192 ss., p. 216 ss. (la cui proposta ricostruttiva, non a caso, prende spunto dal nesso tra esperienze di finanza scritturale e sviluppo dei moderni mercati mobiliari). Sintetizza efficacemente tale caratteristica CASTELLANO G., *I titoli di massa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1987, I, p. 22 ss., p. 24: «Emissione e negoziazione dei titoli individuali non avvengono in funzione di un mercato, all'opposto di quanto accade per i titoli di massa», la cui circolazione «è, di regola, più ricca di passaggi» (e, come chiarisce nelle pagine successive, il mercato al quale si riferisce è quello in cui può attuarsi il disinvestimento, ossia il mercato secondario).

Qualche notazione ulteriore sulle finalità della nuova disciplina, peraltro ben note⁶, mi permetterà di esporre più chiaramente il percorso logico di queste riflessioni.

L'obiettivo dichiarato è consentire "in particolare la sollecitazione del mercato monetario e finanziario da parte di emittenti finora esclusi, come le imprese non quotate, medie e piccole"⁷: il che impone di rimuovere l'ostacolo principale all'accesso di tali soggetti, vale a dire la scarsa attrattività di titoli sostanzialmente illiquidi, per i quali il disinvestimento può risultare di fatto impossibile, salvaguardando al tempo stesso la tutela del risparmio, l'efficienza e l'integrità del sistema finanziario.

La soluzione è stata individuata nella creazione di un sistema di cerchi concentrici, nel quale vi è un rapporto inversamente proporzionale fra requisiti di accesso sul lato della domanda e dell'offerta di titoli, nel senso che tanto maggiore è la selettività in materia di potenziali investitori, quanto minore è la selettività in materia di potenziali emittenti. Per tale ragione, mi pare opportuno analizzare le nuove norme nel prisma della destinazione al mercato, da identificare in relazione sia all'oggetto e alla funzione economica degli scambi, che alle caratteristiche dell'offerta e della domanda; permettendo così di coglierne i riflessi sistematici sul regime giuridico dell'emissione e della circolazione dei titoli in discorso.

Sintetizzando qui il punto di arrivo della riflessione, mi sembra si possa affermare che alla rimozione dei residui vincoli alla libertà di emissione debba accompagnarsi di regola la «circolazione intermediata», ossia in regime di dematerializzazione totale: i "nuovi" titoli di massa non sono di fatto destinati all'emissione come documenti cartacei, ragion per cui la stessa denominazione di "titoli" potrebbe ritenersi inappropriata. Il baricentro della disciplina si trasferisce, dunque, dal diritto cartolare al diritto della finanza: non solo e non tanto nella prospettiva della tutela dell'investitore, quanto e soprattutto per ciò che attiene alla regolazione dei rapporti interprivati, tipicamente oggetto della "materia cartolare".

Per ragioni di sintesi, darò conto solo se necessario della genesi delle singole norme, frutto di un processo legislativo particolarmente travagliato⁸. Lascio, poi,

⁶ Per una chiara enunciazione degli orientamenti di politica legislativa in argomento, si veda il documento conclusivo dell'indagine conoscitiva su: « Gli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali», approvato dalla Commissione VI (Finanze) della Camera dei Deputati. Il documento (All. 2 del Resoconto della seduta del 10 dicembre 2013) è consultabile all'indirizzo http://www.camera.it/leg17/1135?id_commissione=&shadow_organoparlamentare=&sezione=commissioni&tipoDoc=elencoResoconti&idLegislatura=17&tipoElenco=indaginiConoscitiveCronologico&calendario=false&breve=c06_fiscali&scheda=true.

⁷ Così si afferma, in apertura della illustrazione dell'art. 32, nella Relazione al disegno di legge per la conversione del d.l. 84/2012 (Camera dei Deputati, Atto n. 5312).

⁸ L'art. 32 d.l. 83/2012 è stato infatti quasi integralmente riscritto dalla legge di conversione (l. 134/2012, che ha soppresso i commi 1, 2, 3, 4, 6, 11, 12, 14, 15, 17 e 18, ha modificato i commi 5, 7, 8, 9, 19, e ha altresì introdotto il comma 5-*bis*). Successivamente, ulteriori modifiche ed integrazioni sono state apportate dal d.l. 179/2012, convertito dalla l. 221/2012 (che ha modificato i commi 8, 9, 19, 21 e 24; abrogato il comma 16 e introdotto il nuovo comma 24-*bis*); dal d.l. 145/2013, convertito dalla l. 9/2014 (che ha modificato il comma 9-*bis* e introdotto il nuovo comma 26-*bis*); e, in ultimo, dal d.l. 91/2014, convertito dalla l. 116/2014 (che ha modificato nuovamente il comma 9-*bis*). A ciò si aggiungano le

volutamente da parte il coordinamento fra disciplina delle cambiali finanziarie e art. 2483⁹: mi pare infatti che sia da condividere l'opinione secondo cui si tratterebbe in realtà di un falso problema, atteso che le fattispecie sono radicalmente diverse¹⁰. Infine, non mi occuperò delle forme di raccolta consentite alle start up innovative, i cui caratteri transtipici (e comunque portato di norme di eccezione) introdurrebbero un fattore di complicazione ulteriore, probabilmente senza offrire in contropartita risultati interpretativi applicabili alle altre società.

2. Per individuare le caratteristiche del mercato cui sono destinati le cambiali finanziarie e i minibond (espressione di comodo qui usata per designare i titoli obbligazionari emessi da società non quotate, nel senso che si preciserà *infra*, par. 3)¹¹, sembra opportuno partire dalla individuazione dell'oggetto dello scambio, ossia dal problema della classificazione dei “nuovi” strumenti di raccolta nell'ambito delle categorie del diritto cartolare prima, e del diritto della finanza poi.

L'esame della disciplina permette di affermare che entrambe le specie di strumenti presentano i caratteri che, secondo l'opinione corrente, contraddistinguono i titoli di massa, ossia l'emissione nell'ambito di un'operazione collettiva di investimento e il frazionamento di questa secondo un criterio matematico in porzioni omogenee (dal che deriva la fungibilità tra i titoli della medesima serie)¹². Il contenuto consiste, in entrambi i casi, nel diritto al rimborso del capitale a scadenza e alla remunerazione (solitamente periodica), identificando così una tipica operazione di prestito. Le caratteristiche di ciascuna specie di titoli sono, inoltre, sufficientemente standardizzate

novità nello stesso torno di tempo intervenute, a livello di normativa primaria e secondaria, destinate a riflettersi sull'interpretazione della disciplina in commento e di cui si darà conto nel testo.

⁹ E ciò a prescindere da considerazioni fattuali circa l'effettiva utilizzazione di tale forma di finanziamento: secondo recenti indagini, solo il 18% delle società a responsabilità limitata avrebbe previsto l'emissione di titoli di debito nel proprio statuto (previsione necessaria a norma dell'art. 2483), e a quanto pare le poche emissioni effettivamente realizzate avrebbero avuto essenzialmente la finalità di tentare un aggiramento dell'art. 2467 in tema di finanziamenti anomali dei soci (cfr. A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni*, in *Società*, 2013, p. 1317 ss.).

¹⁰ V. APPIO, *Emissione di cambiali finanziarie e accesso delle piccole e medie imprese al mercato dei capitali*, Bari, 2013, p. 125 ss. In senso contrario – argomentando dalle disposizioni di attuazione dell'art. 11 T.u.b., nella parte in cui richiamano genericamente al rispetto dell'art. 2483 per ogni forma di raccolta delle società a responsabilità limitata – SPAGNUOLO, *La cambiale finanziaria tra forma cartolare e funzione finanziaria*, Torino, 2012, p. 139 s. (relativamente alla necessità di previsione statutaria e al procedimento di emissione) e p. 181 (relativamente al regime di responsabilità dell'alienante): sul punto, tuttavia, non sembra sia stata presa in considerazione la nuova disciplina della circolazione, di cui all'art. 1, co. 2-*bis*, l. 43/1994, ed i suoi riflessi sulla natura “privata” della raccolta (v. *infra*, par. 6).

¹¹ Denominazione tecnicamente discutibile e dal significato incerto, poiché a volte viene adoperata per designare le sole obbligazioni emesse da società non quotate, altre volte per riferirsi al complesso degli strumenti regolati dall'art. 32 d.l. 83/2012, cambiali finanziarie comprese. La fortuna dell'espressione, entrata ormai nell'uso comune, si deve probabilmente all'impostazione originaria del d.l. 83/2012, che uniformava il trattamento delle cambiali finanziarie e delle obbligazioni, purché emessi da società non aventi strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione: art. 32, co. 2 in fine, soppresso in sede di conversione dalla l. 134/2012 (e v. ora l'art. 1, co. 2-*bis*, l. 43/1994, di cui si dirà più oltre).

¹² Per una felice sintesi della definizione comunemente accettata, v. per tutti STELLA RICHTER jr., *Titoli di credito*, in AA. VV., *Diritto delle imprese. Manuale breve*, Milano, 2012, p. 208 ss.

da permettere la comparazione fra una pluralità di emissioni, dal punto di vista della combinazione di rischio, durata e rendimento, e di conseguenza una pluralità di titoli può in astratto competere per attrarre l'offerta di fondi, sia sul mercato primario che sul mercato secondario¹³. La stessa "forma cartolare" è, in effetti, funzionale alla negoziabilità, ossia alla realizzazione di una serie potenzialmente illimitata di operazioni di investimento/disinvestimento.

La natura di titoli di massa sembra quasi scontata per i c.d. minibond emessi da società per azioni, ai quali è pacificamente riconosciuta la natura di titoli obbligazionari. Al fine di consentire l'emissione su larga scala, è stata eliminata la discriminazione fra società quotate e non. L'esenzione dai limiti generali, infatti, è subordinata ora – per le une e per le altre – unicamente alla destinazione delle obbligazioni alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale (art. 2412, co. 5: per i riflessi di tale modifica v. *infra*, par. 6). Restano fermi, ovviamente, gli altri casi di esenzione dal limite del doppio del patrimonio netto, nonché la possibilità di superare tale limite, se i titoli in eccedenza sono riservati alla sottoscrizione da parte di investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale (art. 2412, co. 2).

Per quel che concerne i titoli di debito emessi da società a responsabilità limitata, a norma dell'art. 2483 c.c., l'ampio spazio riconosciuto all'autonomia statutaria sembra permettere di adottare lo schema tipico del prestito obbligazionario, e in tal caso ricorre la figura di titoli simili alle obbligazioni¹⁴: in altri termini, a condizione che siano titoli di massa, ai titoli di debito risulta applicabile non solo il regime fiscale, ma anche la disciplina delle clausole partecipative e di subordinazione, di cui all'art. 32 d.l. 83/2012 (cfr. altresì, per l'esplicita assimilazione dei titoli di debito alle obbligazioni, il nuovo testo dell'art. 46, co. 1-*bis*, T.u.b., inserito dal d.l. 145/2013, su cui v. *infra*). Independentemente dalla destinazione alle negoziazioni, poi, non sono previste limitazioni quantitative: le possibilità di emissione su larga scala, dunque, sono condizionate esclusivamente dalla valutazione (rimessa ai sottoscrittori) delle condizioni di solvibilità dell'emittente (in merito all'applicabilità della disciplina di cui all'art. T.u.b. v. *infra*, par. 6).

Più complessa è la questione concernente la natura delle cambiali finanziarie, per le quali fin dal principio è emerso un conflitto tra la struttura, ricalcata sul modello del vaglia cambiario, e la funzione di investimento, la quale tipicamente

¹³ Il che facilita l'ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale, anche ai fini dell'esenzione dal limite generale all'emissione di obbligazioni, di cui all'art. 2412, co. 5. Si rinvia, in relazione alla portata applicativa delle regole concernenti la "tipizzazione" delle clausole partecipative e di subordinazione che possono accompagnare i c.d. minibond (art. 32, co. 19-25, d.l. 83/2012), a quanto si vedrà *infra*, par. 3.

¹⁴ Fra i primi ad essersi occupati della nuova disciplina, si vedano: SARALE, RIVATO, *Le obbligazioni*, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, vol. II, Bologna-Roma, 2013, p. 226 ss.; LUONI, *Tipi speciali di obbligazioni*, in *Società per azioni. Costituzione e finanziamento*, Nuova giur. di diritto civile e commerciale Biggiani, Torino, 2013, p. 432 ss.; GIANNELLI A., *La disciplina in materia di obbligazioni emesse da società non quotate dopo il "Decreto per la Crescita"*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 831 ss. (nonché ID., *Le obbligazioni ibride tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, Milano, 2013); CARRIÈRE, *op. cit.*, p. 144 ss.

contraddistingue i titoli di massa. Il testo originario della l. 43/1994 ha offerto a tale riguardo argomenti contraddittori, tanto da ispirare letture antitetiche.

Secondo un orientamento diffuso, che potrebbe essere definito “riduzionista”, si sarebbe dovuto riconoscere tutt'al più che le cambiali finanziarie fossero una variante del comune vaglia cambiario, e in tal senso si è invocato l'argomento tratto dall'art. 1, co. 2, l. 43/1994, che sancisce l'equiparazione alla cambiale ad ogni effetto di legge: di qui la qualificazione in termini di titolo (non di massa, ma) di serie, di natura individuale al pari delle comuni cambiali¹⁵.

In senso opposto¹⁶, a favore del riconoscimento di un'autonoma fisionomia rispetto ai titoli cambiari, è stata posta in luce una serie di indici significativi della peculiare funzione propria delle cambiali finanziarie, quali la denominazione, l'obbligo di indicare i proventi sul titolo (in relazione alle scadenze compatibili con la disciplina speciale delle cambiali finanziarie), l'esclusione *ex lege* della responsabilità del girante al fine di favorire il disinvestimento, la qualificazione come valore mobiliare e come strumento di raccolta del risparmio. Le caratteristiche ora elencate, presenti già nel testo originario della l. 43/1994, sono state ritenute sintomatiche dell'autonomia sul piano funzionale della cambiale finanziaria, fin dal *nomen* prescelto univocamente destinata ad assolvere ad una funzione di investimento. Conferma della natura di titolo di massa è stata tratta, poi, dalle stesse disposizioni di attuazione dell'art. 11 T.u.b., nella parte in cui prescrivono di indicare sul documento l'ammontare globale dell'emissione di cui è parte, connotando dunque in termini di “serie chiusa” l'operazione¹⁷.

Dopo la novella di cui all'art. 32, co. 7, d. l. 83/2012, sembra che della natura di titolo di massa¹⁸ delle cambiali finanziarie non vi sia più ragione di dubitare¹⁹: il nuovo art. 1-*bis* della l. 43/1994, nell'estendere il regime di dematerializzazione a norma degli artt. 83-*bis* ss. T.u.f., prescrive infatti che la domanda alla società di gestione accentrata debba essere necessariamente accompagnata dall'indicazione relativa all'ammontare totale dell'emissione. Si conferma in tal modo, ed ora in virtù di una norma primaria, il carattere di “serie chiusa”.

La circolazione delle cambiali finanziarie (e la stessa ammissione di tali titoli alle negoziazioni in un mercato organizzato) viene agevolata, e non già ostacolata,

¹⁵ Nel senso che la cambiale finanziaria fosse caratterizzata soprattutto sotto il profilo del regime fiscale, v. spec SPADA, *Cambiale finanziaria* (voce), in *Enc. dir.*, I aggiorn., Milano-Roma, 1997, p. 263 ss.; nel senso della affinità con la cambiale ordinaria v. fra gli altri MASI P., *Cambiale finanziaria* (voce), in *Enc. giur. Treccani*, V, Roma, 1995; PARTESOTTI, *Lezioni sui titoli di credito*⁶, a cura di Manente e Urbani, Bologna, 2010, p. 144.

¹⁶ MARTORANO F., *Profili cartolari delle cambiali finanziarie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, I, p. 179 ss.

¹⁷ Cfr. BANCA D'ITALIA, *Istruzioni di vigilanza*, Titolo IX, Cap. 2 (ultimo aggiornamento: marzo 2007).

¹⁸ L'assimilazione alle obbligazioni emergeva nitidamente alla stregua del testo originario dell'art. 32, che dichiarava espressamente le cambiali finanziarie titoli similari alle obbligazioni, e per larga parte prevedeva una medesima disciplina per le une e le altre: art. 32, co. 2, soppresso dalla l. 134/2012.

¹⁹ Si vedano, anche per la ricostruzione del dibattito in argomento prima della recente riforma: SPAGNUOLO, *La cambiale finanziaria tra forma cartolare e funzione finanziaria*, Torino, 2012, p. 66; BRIOLINI, *La nuova disciplina delle cambiali finanziarie*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2013, p. 895 ss., p. 901 ss.; URBANI, *Le cambiali finanziarie nelle dinamiche del mercato*, Padova, 2013, p. 46 ss. (il quale riconosce peraltro il carattere “ibrido”, derivante dalla contaminazione con elementi caratteristici dei titoli individuali).

dall'esclusione *ex lege* della responsabilità del girante: in tal modo viene infatti preservata la fungibilità nell'ambito della medesima emissione, assicurando così la negoziabilità in mercati organizzati. Caratteristica che, per contro, verrebbe meno, ove la responsabilità per la solvenza dell'emittente fosse assunta da ciascuno dei giranti, dipendendo in tal caso il numero e la qualità dei coobbligati da vicende non più "comuni" a tutti i titoli della stessa serie in circolazione²⁰.

Coerente con la caratterizzazione delle cambiali finanziarie quali titoli di massa, inoltre, è la scelta di tutelare l'investitore attraverso forme di garanzia collettiva a vantaggio di tutti i portatori del titolo. Alla prestazione di idonea garanzia personale mediante polizza fideiussoria, già prevista dall'art. 5 l. 43/1994, si aggiunge ora la possibilità di costituire una garanzia reale sotto forma di privilegio speciale sui beni strumentali, prevista sia per le obbligazioni e titoli simili che per le cambiali finanziarie, a norma del nuovo art. 46, co. 1-*bis*, T.u.b., aggiunto dal d.l. 145/2013²¹; in tal caso, si può nominare un unico *security agent*, legittimato ad azionare la garanzia nell'interesse di tutti i portatori, con l'ulteriore vantaggio di evitare la trascrizione di cui all'art. 1524 c.c. in ipotesi di circolazione del titolo.

Per tutte le specie di titoli qui considerati, il livello di patrimonializzazione non condiziona più le dimensioni della raccolta, ferma la necessità di preservare l'equilibrio finanziario dell'emittente: il che permette in teoria di procedere ad una emissione su larga scala, tale cioè da consentire la formazione di un mercato secondario sufficientemente liquido, e dunque indispensabile, se non per la qualificazione dei titoli, per l'effettivo assolvimento della funzione economica ad essi propria²².

Si può notare fin d'ora che, per le società non quotate, tale possibilità è subordinata – a seconda dei casi – alla destinazione dei titoli alla negoziazione in forme organizzate, o alla destinazione ad un mercato di investitori professionali (v. *infra*, par. 5); la circolazione fra *professional*, poi, non comporta la responsabilità dell'alienante neppure in relazione alle ipotesi di emissione a norma dell'art. 2412, co.2, e 2483, preservando così la fungibilità dei titoli facenti parte di una medesima serie (come del

²⁰ Coglie il rapporto tra girata senza garanzia e fungibilità dei titoli appartenenti alla stessa serie SPAGNUOLO, *op. cit.*, p. 175 s. Per la valorizzazione del nesso tra girata senza garanzia e funzione di investimento della cambiale finanziaria, già nel sistema previgente, v. spec. MARTORANO, *op. cit.*, p. 141 ss; BASSI A., *Disciplina delle cambiali finanziarie*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1997, p. 72 ss., p. 85.

²¹ Forma di garanzia che si aggiunge a quelle eventualmente costituite su base volontaria, purché a vantaggio di tutti i portatori, ivi comprese le garanzie immobiliari, potendosi in tal caso applicare, nei limiti di compatibilità, la disciplina della cambiale ipotecaria: v. in questo senso SPAGNUOLO, *op. cit.*, p.177 ss.

²² L'emissione su larga scala e la lunga durata sono considerati tipici dell'operazione di finanziamento mediante emissione di titoli di massa dalla dottrina (cfr. LIBERTINI, *op. loc. cit.*; CASTELLANO G., *op. loc. cit.*) che sul punto riprende il pensiero di LIBONATI, *I titoli nominativi*, Milano, 1965 (v. altresì, anche in rapporto alla nozione di valore mobiliare, ID., *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999, p. 110 ss.). Il requisito della lunga durata, in verità, viene ricondotto dall'A. al regime di circolazione caratteristico dei titoli di massa, ritenendo che tale caratteristica giustifichi la collaborazione del debitore in sede di trasferimento del titolo. Non sorprende, dunque, che – nel disciplinare operazioni di breve durata, quale era in origine l'emissione di cambiali finanziarie, sia stata prescelta la legge di circolazione dei titoli cambiari. L'emissione su larga scala sembra per contro immancabile, nella prospettiva della formazione di un mercato secondario capace di garantire la liquidità dell'investimento.

resto avviene in caso di trasferimento delle cambiali finanziarie grazie all'esclusione *ex lege* della responsabilità del girante).

In conclusione, un mercato di investitori professionali che non sia accessibile al pubblico, neppure indirettamente, ben può ora svolgersi in forma organizzata, e trattare indifferentemente obbligazioni, titoli di debito e cambiali finanziarie, emessi da società non quotate²³.

3. La funzione comune alle cambiali finanziarie e ai minibond, senza dubbio, va individuata sulla base del contenuto dell'operazione, caratterizzata dallo scambio "denaro contro denaro" fra una prestazione attuale (il versamento iniziale all'emittente) ed una prestazione futura (la remunerazione periodica, e a scadenza il rimborso del titolo in favore del portatore). Si tratta dello schema tipico delle operazioni di investimento finanziario, e tanto basta per riconoscere ai titoli in discorso natura di "prodotto finanziario", secondo la definizione contenuta nell'art. 1, co. 1, lett. u), T.u.f.²⁴, destinata ad assolvere una funzione simile a quella precedentemente attribuita alla nozione di "valore mobiliare" di cui all'art. 18-*bis* l. 216/1974 (senza peraltro esaurire la ricchezza di significati racchiusa nel richiamo di cui all'art. 4 l. 43/1994, di cui si dirà fra breve)²⁵. Affinché possa trovare applicazione la disciplina degli intermediari e dei mercati, all'epoca ancorata alla nozione di valore mobiliare di cui alla l. 1/1991, occorre chiedersi ora se cambiali finanziarie e minibond siano altresì "strumenti finanziari".

La circostanza che i titoli in discorso documentino un diritto di credito verso l'emittente è rilevante, ma non è sufficiente; e neppure è sufficiente, per la classificazione nell'ambito dell'una o dell'altra fra le categorie elencate dall'art. 1, co. 2, T.u.f., il requisito della negoziabilità, che a questo punto dell'indagine può considerarsi un risultato acquisito, essendo coesistente alla natura di titolo di massa (e si vedano altresì i numerosi riferimenti, nell'ambito dell'art. 32 d.l. 83/2012, alla circostanza che il titolo sia negoziato o destinato alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale, a fini sia civilistici che fiscali).

Per stabilire a quale specie di strumento finanziario appartengano le cambiali finanziarie e i minibond (dal che dipende la stessa possibilità di includerli in tale definizione), è necessario dunque passare dal generico riferimento alla funzione

²³ Questa, non a caso, è la scelta compiuta da Borsa italiana con la creazione del nuovo segmento del mercato obbligazionario, gestito sotto forma di sistema multilaterale di negoziazione e denominato ExtraMOT PRO, divenuto operativo nel febbraio 2013.

²⁴ In argomento v., *ex multis*: COSTI, *Il mercato mobiliare* ⁶, Torino, 2010, p. 11 ss.; LENER R., *Strumenti finanziari*, in AA. VV., *Diritto del mercato finanziario*, a cura di Lener R., Torino, 2011, spec. p. 63 ss.; NIUTTA, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel TUF aggiornato in base alla MIFID (con il d. lgs. 164/2007)*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, p. 807 ss.; ONZA, SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, p. 567 ss.; CHIONNA, *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, I, p. 1 ss.

²⁵ Sul significato e la portata della classificazione delle cambiali finanziarie tra i valori mobiliari, nel contesto normativo previgente, v. per tutti FAUCEGLIA G., *La cambiale finanziaria tra le discipline del titolo di credito e del valore mobiliare*, in *Riv. dir. comm.*, 1996, I, p. 621 ss., p. 639 ss.; CATERINO, *Le cambiali finanziarie tra anomalie giuridiche e difficoltà sistematiche*, in *Riv. soc.*, 1996, p. 1196 ss., p. 1221 ss.; BASSI, *op. cit.*, p. 89 s.

finanziaria (*rectius*, di investimento finanziario) dell'operazione, ad una analisi puntuale del tipo di bisogno economico soddisfatto (ossia all'identificazione del mercato di riferimento); a questo scopo, è opportuno esaminare separatamente le due figure di titoli.

Quanto ai c.d. minibond, appare fuori discussione la natura di titoli obbligazionari o comunque assimilabili alle obbligazioni, caratterizzati (oltre che dal diritto al rimborso nei confronti dell'emittente) da una scadenza di regola non breve, pur se manca una determinazione per legge della durata minima: la previsione di un termine non inferiore a trentasei mesi è dettata in relazione ai soli titoli con clausole di subordinazione o partecipative emessi da società non quotate, di cui si dirà fra breve (art. 32, co. 19, d.l. 83/2012). Il che consente di ricondurre tali titoli alla nozione di valore mobiliare, nell'accezione tradizionale ora "recuperata" dall'art. 1, co. 1-*bis* e 2, T.u.f. e più precisamente alla categoria di cui all'art. 1, co. 1-*bis*, lett. b), T.u.f., che comprende le obbligazioni o altri titoli di debito che possono essere negoziati sul mercato dei capitali, ossia in un mercato in cui si incontrano domanda ed offerta di fondi a medio - lungo termine²⁶.

La natura di titolo di debito, e non di partecipazione, va ribadita anche per i minibond con clausole partecipative, atteso che l'art. 32, co. 23, d.l. 83/2012 stabilisce che tali clausole possono incidere sulla remunerazione (fatto salvo un rendimento minimo, che costituisce la parte fissa del corrispettivo: art. 32, co. 21) ma non anche sul diritto al rimborso del capitale. La natura di titoli di debito, poi, non è posta in discussione dall'eventuale presenza di clausole di subordinazione, che possono prevedere la postergazione dei portatori dei minibond rispetto a tutti gli altri creditori, ma non anche rispetto ai sottoscrittori del capitale sociale (art. 32, co. 20, in cui si precisa inoltre che le emissioni di obbligazioni subordinate rientrano tra le emissioni obbligazionarie e ne rispettano il limite massimo stabilito dalla legge)²⁷.

Il discorso è più complesso in relazione alle cambiali finanziarie. La nuova disciplina delle scadenze, introdotta dal d.l. 83/2012 (come modificato in sede di conversione) prevede infatti che tali titoli possano avere quale scadenza minima un mese e massima trentasei mesi²⁸, di modo che la durata massima coincide con la durata minima dei minibond con clausole partecipative o di subordinazione. Le cambiali finanziarie, pertanto, possono essere accostate – a seconda della scadenza – tanto alla c.d. carta commerciale, quanto alle obbligazioni, dal punto di vista del tipo di bisogno

²⁶ V. in argomento, anche per ulteriori riferimenti, CHIONNA, *Le forme dell'investimento finanziario. Dai titoli di massa ai prodotti finanziari*, Milano, 2008, p. 142 ss.

²⁷ Sulla questione se le norme in commento abbiano per scopo l'identificazione di particolari tipi di obbligazioni, agevolate sotto il profilo fiscale, o al contrario siano dirette a standardizzare le emissioni obbligazionarie da parte delle società non quotate (banche escluse), v. *infra*, par. 4.

²⁸ La scadenza originariamente prevista variava fra un minimo di 3 e un massimo di 12 mesi (art. 1, co. 1, l. 43/1994, nel testo previgente). Il d.l. 83/2012 accentuava il carattere di strumento a breve termine, portando la durata minima a 1 mese (nel mentre quella massima è stata elevata a 18 mesi), e sembrava così che le cambiali finanziarie potessero acquisire la funzione di strumenti destinati a finanziare le spese correnti. Durante l'iter parlamentare, ferma la nuova durata minima, la durata massima è stata elevata a 36 mesi, consentendo così di finanziare anche investimenti a medio termine.

economico soddisfatto. Potenzialmente, quindi, potrebbero formare oggetto di negoziazione sia sul mercato in cui si incontrano domanda ed offerta di liquidità a breve o brevissimo termine (mercato monetario), sia sul mercato destinato a soddisfare esigenze di investimento a medio termine (mercato dei capitali: art. 1, co. 1-*bis*, T.u.f.). Da ciò si deduce che le cambiali finanziarie sono da qualificare, se a breve scadenza, come strumenti del mercato monetario (art.1, co. 2, lett. b), T.u.f., purché i titoli della specie siano normalmente negoziati in tale mercato: art. 1, co. 1-*ter*, T.u.f.)²⁹ o come valori mobiliari, se eccedenti il breve termine, così da risultare negoziabili sul mercato dei capitali (art.1, co. 2, lett. a), T.u.f., in relazione al co. 1-*bis* dello stesso articolo).

A diversa conclusione³⁰ si potrebbe pervenire, in verità, facendo leva sulla previsione – già ricordata – contenuta nell’art. 4 l. 43/1994, secondo la quale «Le cambiali finanziarie sono considerate valori mobiliari per qualsiasi finalità prevista dall’ordinamento.». Tale opzione sembra tuttavia non convincente, in considerazione sia della diversa funzione alla quale la nozione di valore mobiliare assolveva nel momento in cui la norma in commento fu redatta (costituendo all’epoca il *genus*, e non la *species*, oggetto delle attività regolamentate), sia del ruolo della distinzione fra valori mobiliari e strumenti del mercato monetario (si vedano le conseguenze in tema di assetto delle competenze delle autorità di vigilanza: artt. 61, co. 6-*ter* e 8-*ter*, 62, co. 1-*quater*, 63, co. 3, ecc., T.u.f.), che non pare possa tollerare “inquinamenti” ad opera di altre leggi, e per di più anteriori al varo del testo unico. Per tali ragioni, sarei propensa a ritenere che l’art. 4 l. 43/1994 sia da ritenersi implicitamente abrogato, pur senza nascondere le perplessità che solleva la configurabilità di un *tertium genus* di cambiali finanziarie, che non siano cioè in ragione della breve scadenza negoziabili sul mercato dei capitali, ma che d’altra parte – fino a quando non decolleranno effettivamente le negoziazioni dei titoli della specie sul mercato monetario – finirebbero per restare nel “limbo” dei prodotti finanziari, diversi dagli strumenti finanziari.

4. Il mercato di riferimento va identificato, oltre che in base all’oggetto e alla funzione economica degli scambi, in base alle caratteristiche soggettive dei partecipanti.

Come è noto, il testo originario dell’art. 32 d.l. 83/2012 disponeva che la disciplina contenuta nello stesso articolo fosse applicabile alle emissioni tanto di cambiali finanziarie, quanto di titoli obbligazionari o similari, purché realizzate dalle

²⁹ Sul requisito dell’effettiva negoziazione in vista della facilità del disinvestimento, ai fini della nozione di strumento del mercato monetario, v. spec. NIUTTA, *op. cit.*, p. 848 s. Poiché tuttavia la liquidità dello strumento dipende non solo dalla scadenza, ma anche e soprattutto dall’aspetto quantitativo, tale eventualità appare poco probabile nel campo delle piccole e medie imprese (almeno nelle forme della raccolta diretta). Un programma di emissioni su scadenze del mercato monetario, per un importo complessivo di 3 miliardi di euro, è stato annunciato nel mese di aprile 2014 dalla Cassa Depositi e prestiti.

³⁰ La qualificazione delle cambiali finanziarie come valori mobiliari, indipendentemente dalla scadenza, è la soluzione accolta da SPAGNUOLO, *op. cit.*, p. 190 s., il quale tuttavia non considera le conseguenze sul piano del regime dei controlli, in considerazione dei riflessi degli strumenti di mercato monetario rispetto alle attività di *central banking*, segnalate nel testo; di contrario avviso APPPIO, *op. cit.*, p. 64 ss.

società che non avessero emesso strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, restando ferma perciò in relazione a queste ultime la disciplina comune (cfr. art. 32, co. 1, d.l. 83/2012, soppresso dalla legge di conversione).

A seguito delle modificazioni apportate durante l'iter parlamentare, caduta l'assimilazione delle cambiali finanziarie alle obbligazioni, è stato conseguentemente soppresso il criterio unitario di applicazione della nuova normativa civilistica. Di qui la necessità di mantenere distinto il discorso, a seconda che oggetto dell'emissione siano obbligazioni o titoli simili³¹, ovvero cambiali finanziarie.

L'emissione di obbligazioni e titoli simili resta regolata dal codice civile, e dunque è consentita alle società di capitali – ivi comprese le società a responsabilità limitata, rispetto ai titoli di debito che abbiano caratteristiche “di massa” – e alle cooperative, secondo le previsioni a ciascun tipo applicabili (artt. 2410 ss., 2483, 2526). Una disciplina speciale è prevista in tema di clausole di subordinazione o partecipative (art. 32, co. 19-25, d.l. 83/2012, e successive modificazioni), applicabile limitatamente alle società – diverse dalle banche e dalle c.d. micro-imprese³² – che non abbiano emesso strumenti finanziari rappresentativi del capitale quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione³³.

Non sembra che le previsioni da ultimo richiamate siano dettate esclusivamente in vista dell'estensione del regime fiscale fin qui riservato ai c.d. grandi emittenti³⁴. Anzitutto, tale collegamento non emerge dal tenore letterale dell'art. 32, co. 19, d.l. 83/2012, né dalle disposizioni contenute nei commi successivi, la cui funzione è esplicitare le caratteristiche degli strumenti individuati, ma non definiti, dal citato comma 19. Inoltre, il principale argomento sistematico, che fa leva sul contrasto fra tipizzazione delle clausole dei titoli obbligazionari e scelte di fondo della riforma societaria, è agevolmente superabile. Tale argomento infatti cade, ove si consideri che finalità della nuova disciplina è favorire la raccolta in titoli da parte di emittenti finora di fatto esclusi dal mercato dei capitali: il che – come si è già osservato – richiede la formazione di un mercato secondario, possibilmente organizzato (e difatti la destinazione alla negoziazione è necessaria per poter beneficiare dell'esenzione dai limiti alla raccolta obbligazionaria, applicabili nonostante la clausola di subordinazione: cfr. art. 32, co. 21 in fine). Ebbene, la “tipizzazione” delle clausole accessorie, arginando lo

³¹ Ai titoli emessi dalla società a responsabilità limitata, a norma dell'art. 2483, fa espresso riferimento il nuovo testo dell'art. 46 T.u.b., introdotto dall'art. 12, co. 6, d.l. 145/2013: in argomento v. *infra*.

³² Così come definite dalla raccomandazione della Commissione del 6 maggio 2003 (2003/361/CE), secondo la quale rientrano in tale categoria le imprese che abbiano un numero di occupati inferiore a dieci unità ed inoltre un fatturato (o, in alternativa, un totale dell'attivo di bilancio) non superiore a 2 milioni di euro.

³³ Si noti la differenza rispetto alla nozione di cui all'art. 1, co. 1, lett. *u*), T.u.f., secondo la quale sono emittenti quotati i soggetti italiani o esteri che emettono strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati italiani.

³⁴ La tesi è sostenuta da CARRIÈRE, *op. cit.*, p. 184 ss., ed ivi una serrata critica all'indirizzo espresso da ASSONIME, *Le innovazioni sulla finanza d'impresa: cambiali finanziarie, obbligazioni subordinate e partecipative* (Circolare n. 39/2013), in *Riv. soc.*, 2014, p. 238 ss., ivi a p. 259: v. sulla questione GIANNELLI A., *op. ult. cit.*, spec. p. 97 ss.

sconfinamento nel *mare magnum* delle c.d. para-obbligazioni, mira per l'appunto ad assicurare un grado di standardizzazione sufficiente alla formazione di un mercato, ferma restando la libertà di conformare il contenuto dei titoli da parte delle società quotate.

Relativamente alle cambiali finanziarie, dopo la novella del 2012, l'emissione è consentita soltanto alle società di capitali, alle mutue assicuratrici e alle cooperative (ne sono comunque escluse le banche e le c.d. micro-imprese: cfr. art. 1, co. 2-*bis* l. 43/1994)³⁵: indipendentemente dalle dimensioni dell'impresa, l'accesso al mercato finanziario è pertanto inibito alle imprese individuali e alle società di persone, alle quali – secondo opinione diffusa – non è concessa l'emissione di titoli di massa, neppure sotto forma di titoli di debito³⁶.

Le dimensioni dell'impresa incidono altresì sul regime giuridico dell'operazione: le piccole e medie imprese, di cui alla raccomandazione 2003/361/CE, salve le deroghe accordate in via transitoria, sono tenute a rispettare integralmente gli obblighi stabiliti dall'art. 1, co. 2-*bis*, l. 43/1994 (vi è tuttavia la possibilità di “alleggerire” gli obblighi a carico dello sponsor, con le modalità prescritte dall'art. 1, co. 2-*quinqüies*)³⁷. Per le società che superino la soglia stabilita per la definizione di piccole e medie imprese, ossia per le “grandi” imprese, la nomina dello sponsor è facoltativa (art. 1, co. 2-*quater*, l. 43/1994)³⁸.

Fermo il divieto di emissione a carico delle micro-imprese, il profilo dimensionale resta irrilevante, tuttavia, ove si tratti di una società quotata (nel senso che

³⁵ Vi è, in verità, un generico accenno agli «enti» (cfr. art. 1, co. 2-*bis*, l. 43/1994): si è ipotizzato, al riguardo, che possa trattarsi di enti pubblici ai quali l'ordinamento particolare permetta l'emissione di cambiali finanziarie o comunque di titoli di debito (v. in questo senso Circ. Assonime, cit., p. 245). Nella disciplina fiscale, viene adoperata l'espressione «enti pubblici economici trasformati in società per azioni in base a disposizione di legge» che beneficia del medesimo regime dei c.d. grandi emittenti indipendentemente sia dalla destinazione alle negoziazioni dei titoli emessi, sia dalla detenzione dei titoli medesimi da parte di investitori qualificati.

³⁶ Se non altro, per effetto delle limitazioni alla raccolta di fondi fra il pubblico: v. APPIO, *op. cit.*, p. 69 ss., ed ivi ulteriori riferimenti. Va segnalato che il testo originario dell'art. 32, co. 1 (soppresso dalla legge di conversione), nel disciplinare l'emissione tanto di obbligazioni quanto di cambiali finanziarie, si riferiva genericamente alle società che non abbiano emesso strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, sollevando così il dubbio che anche le società di persone potessero emettere (se non anche obbligazioni) cambiali finanziarie. Come è noto, il dibattito in tema di libertà di emissione di titoli di massa, particolarmente vivace ai primi degli anni Ottanta del secolo scorso (nella stagione dei c.d. titoli atipici), si è riaperto all'indomani del testo unico bancario prima, della riforma societaria poi. In argomento, v. fra gli scritti recenti RIVOLTA, *Autonomia privata e strumenti per l'esercizio delle imprese minori*, in *Riv. soc.*, 2010, 1274 ss.

³⁷ L'art. 1, co. 2-*quinqüies*, l. 43/1994, prevede che lo sponsor non sia tenuto a mantenere in portafoglio una determinata percentuale dei titoli, a condizione che l'emissione sia assistita da una garanzia non inferiore al 25% del valore di emissione, prestata da una banca, da un'impresa di investimento o da un consorzio di garanzia collettiva fidi (per le cambiali emesse da uno dei partecipanti al consorzio).

³⁸ Si veda la citata Raccomandazione 2003/361/CE, che definisce le piccole e medie imprese, diverse dalle micro-imprese, in base ai seguenti criteri alternativi: numero di occupati non superiore a 250 unità; fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro, ovvero totale di bilancio non superiore a 43 milioni di euro.

subito si dirà)³⁹: sono soggetti agli obblighi previsti dall'art. 1, co. 2-*bis*, infatti, soltanto « le società e gli enti non aventi titoli rappresentativi del capitale negoziati in mercati regolamentati o non regolamentati» (cfr. art. 2-*bis* l. 43/1994, inserito dall'art. 32, co. 5, d.l. 83/2012)⁴⁰. La prima parte dell'inciso, nonostante qualche differenza lessicale, coincide sostanzialmente con il criterio adottato per delimitare il campo di applicazione delle regole in materia di regime fiscale agevolato e di clausole di partecipazione o di subordinazione (art. 32 d.l. 83/2012, commi 8, 9 e 19). non altrettanto può dirsi per la seconda.

Ci si è chiesti perché sia stata scelta la locuzione generica recepita dal Testo unico della finanza prima del d. lgs. 164/2007, e ora apparentemente sprovvista di una portata definitoria (mercati [...] non regolamentati); il che induce a riflettere, tanto più che nel contesto dell'art. 32 e ad altri fini si ricorre all'endiadi “mercati regolamentati”- “sistemi multilaterali di negoziazione”. Tenuto conto che non possono esservi sistemi di negoziazione di strumenti finanziari diversi da quelli espressamente previsti e disciplinati dal Testo unico della finanza, si è ipotizzato, pertanto, che il concetto di mercato non regolamentato includa tutti i sistemi di negoziazione diversi dai mercati iscritti nell'elenco tenuto dalla Consob, a norma degli artt. 63, co. 2, e 67 T.u.f., e cioè tanto i sistemi multilaterali di negoziazione, quanto gli internalizzatori sistematici⁴¹.

In realtà, il termine “mercato” è sufficiente ad individuare il *proprium* della struttura cui si fa riferimento, vale a dire la pluralità degli interessi di negoziazione, che si ha se i partecipanti al mercato sono più di uno, sul versante sia della domanda che dell'offerta, e sono ammessi a scambiare direttamente fra loro (cfr. art. 1, co. 5-*octies*, T.u.f.). Tale concetto è richiamato dall'art. 1, co. 1, lett. w-*ter*), T.u.f., allorché definisce il mercato regolamentato anzitutto come sistema multilaterale di negoziazione. Ben diverso è il concetto di internalizzatore sistematico, il quale opera per conto proprio eseguendo ordini di acquisto e di vendita dei clienti, e rispetto a ciascun ordine “entra nell'affare” (cfr. art. 1, co. 5-*ter*, T.u.f.)⁴².

³⁹ Pur non potendo qui esaminare la nuova disciplina, è opportuno segnalare le modificazioni al Testo unico della finanza recentemente introdotte al fine di promuovere la quotazione delle piccole e medie imprese (secondo la nuova definizione introdotta dall'art. 1, co. 1, lett. w-*quater*, T.u.f.): cfr. art. 20 d.l. 91/2014, conv. con modificazioni nella l. 116/2014.

⁴⁰ Non possono beneficiare dell'esenzione, di conseguenza, le società a responsabilità limitata e le cooperative che abbiano adottato tale modello, alle quali è fatto divieto di rappresentare le partecipazioni sociali sotto forma di azioni, *ex* art. 2468, co. 1: cfr. BRIOLINI, *op. cit.*, p. 907 s. Una notevole eccezione è tuttavia rappresentata dalle start up innovative, alle quali è consentita non solo l'emissione di quote standardizzate, anche di categoria speciale, ma addirittura l'offerta pubblica in sottoscrizione o vendita delle unità di partecipazione (ossia delle quote standardizzate), anche a mezzo di appositi “portali” definiti dall'art. 1, co. 5-*novies*, e disciplinati dall'art. 60-*quater* T.u.f.: v. per tutti in argomento SPADA, MALTONI, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2013, I, p. 1113 ss., spec. p. 1122 ss., p. 1131 ss.).

⁴¹ L'espressione è stata interpretata nel senso di considerare equivalenti la negoziazione in mercati regolamentati, in sistemi multilaterali di negoziazione o in sistemi gestiti da internalizzatori sistematici: così, identificando i concetti di “mercato” e di “sistemi di negoziazione”: SPAGNUOLO, *op. cit.*, p.144 s.; BRIOLINI, *op. cit.*, p. 907, nt. 61. La soluzione è accolta dalla Circ. Assonime, *cit.*, p. 252.

⁴² Mi permetto di rinviare alle considerazioni svolte in *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici*, in *L'attuazione della MIFID in Italia*, a cura d d'Apice R., Bologna, 2010, p. 685

Per mercato non regolamentato, dunque, deve intendersi una qualsiasi *trading venue*, diversa da un mercato regolamentato, ma al pari di questo caratterizzata da interessi multipli di negoziazione: sono pertanto compresi i sistemi multilaterali di negoziazione e in genere tutti i mercati organizzati, italiani o esteri, ancorché il gestore non rimanga in posizione di terzietà rispetto agli scambi (terzietà richiesta per contro dall'art.1, co. 5-*octies*, T.u.f., in relazione ai sistemi multilaterali di negoziazione); non anche gli internalizzatori sistematici, che rappresentano una forma particolare di "commercio", ma non danno vita ad un mercato, e la formazione dei prezzi è influenzata dal comportamento di un singolo operatore, che concentra su di sé tutti gli affari.

Se le osservazioni che precedono sono corrette, rientrano fra i mercati non regolamentati anche i portali per la raccolta di capitale di rischio da parte delle start up innovative (art. 1, co. 5-*novies*, T.u.f.), purché assumano la configurazione di vero e proprio mercato organizzato. In tale prospettiva, non appare casuale né la scelta di sostituire l'espressione "sistemi multilaterali di negoziazione" con "mercati non regolamentati", né la scelta di ricorrere a termini generici per individuare l'oggetto delle negoziazioni ("titoli" e non "strumenti finanziari", "negoziati" e non "quotati").

L'esenzione dal rispetto dell'art. 1, co. 2-*bis*, l. 43/1994, viene dunque accordata a tutte le società per le quali sia disponibile l'informazione "sintetica" sulle prospettive patrimoniali, finanziarie e reddituali dell'emittente, espressa dal prezzo dei titoli rappresentativi del capitale, a condizione che esso si formi in un mercato organizzato attraverso il gioco della domanda e dell'offerta. Nel prosieguo, per comodità, continuerò ad usare le espressioni "società quotate" per indicare tutti gli emittenti sottratti alla disciplina di cui all'art. 1, co. 2-*bis*, l. 43/1994, e l'espressione "società non quotate" per indicare tutti gli emittenti che vi sono sottoposti.

Salvi i casi di esclusione espressamente previsti (banche, micro-imprese), tutte le società – purché siano costituite come società di capitali, cooperative o mutue assicuratrici – possono emettere i titoli di massa regolati dalla disciplina in commento, sia pure secondo regimi giuridici differenziati. Sta di fatto, però, che i costi dell'operazione incidono in misura inversamente proporzionale alle dimensioni della raccolta⁴³, penalizzando precisamente quelle piccole e medie imprese che il legislatore vorrebbe favorire. A ciò si aggiunga che, nonostante l'entità del patrimonio non costituisca un limite invalicabile, deve essere pur sempre salvaguardato l'equilibrio finanziario dell'emittente: di qui la difficoltà, per le imprese minori, di procedere ad emissioni di consistenza sufficiente a permettere la formazione di un efficiente mercato secondario, superando i problemi di illiquidità dei titoli ai quali si è accennato.

Per tale complesso di ragioni, l'accesso al mercato da parte delle piccole e medie imprese, diverse dalle società quotate, sembra destinato a realizzarsi soprattutto in forma intermediata, vale a dire mediante la sottoscrizione dei titoli da parte di

ss.; *Tipologia e disciplina delle "trading venues"*, in *L'attuazione della direttiva MIFID*, a cura di Frediani e Santoro, Milano, 2009, p. 35 ss.

⁴³ La classificazione degli emittenti per tipo e dimensione, ai fini della libertà di raccogliere fondi mediante l'emissione di titoli, è ben descritta da APPIO, *op. cit.*, p. 78 s.

intermediari specializzati, in grado di “impacchettare” una pluralità di emissioni e di collocare sul mercato titoli il cui valore sia espressione delle attività sottostanti, ma che a differenza di queste ultime siano caratterizzati da elevata liquidità⁴⁴. Il regime fiscale dei “nuovi” titoli di massa è stato – non a caso – più volte modificato, nell’intento di porre su un piano di sostanziale parità le tecniche disponibili al fine di permettere l’accesso al mercato delle imprese minori, vale a dire la creazione di organismi di investimento collettivo specializzati, le cui quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati⁴⁵ e il ricorso ad operazioni di cartolarizzazione, finanziate dall’emissione di *asset backed securities*, il cui oggetto è stato esteso ai titoli di debito⁴⁶.

5. Prima dei recenti interventi legislativi, non era prevista alcuna limitazione alla sottoscrizione o all’acquisto di titoli emessi da società non quotate: chiunque avrebbe potuto investire in cambiali finanziarie, indipendentemente dal possesso di particolari competenze o esperienze in materia finanziaria.

La scelta di favorire l’accesso delle società non quotate al mercato dei capitali, compiuta con l’emanazione del d.l. 83/2012, è stata accompagnata dall’introduzione di restrizioni al novero dei potenziali investitori. Secondo la formulazione originaria (art. 32, co. 2, lett. c), soppresso dalla legge di conversione), l’investimento nei titoli emessi da società che non avessero già emesso strumenti finanziari quotati era riservato ai soli investitori qualificati, dovendosi intendere per tali, secondo il successivo comma 3, i soggetti individuati a norma dell’art. 100 T.u.f. Si prevedeva tuttavia l’esenzione da tali

⁴⁴ Si veda la presentazione del progetto PiùBorsa, illustrato da Assogestioni nel *Position paper* dal titolo «L’industria del Risparmio Gestito e il finanziamento delle PMI» (giugno 2013), consultabile all’indirizzo www.assogestioni.it/index.cfm/.../industria-rg-finanziamento-pmi-sitopdf.

⁴⁵ Che si debba trattare di fondi specializzati si deduce dal regime fiscale, che riserva l’esenzione dalla ritenuta *ex art.* 26, co. 1, d.P.R. 600/1973, sugli interessi e altri proventi relativi ad obbligazioni, titoli simili e cambiali finanziarie, corrisposti ad organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (purché la specializzazione risulti dal regolamento del fondo) o a società per la cartolarizzazione dei crediti di cui alla l. 130/1999, a condizione che almeno la metà del patrimonio sia investito in tali titoli e che le quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati di cui all’art. 100 T.u.f. (art. 32, co. 9-*bis*, d.l. 83/2012, aggiunto dal d.l. 145/2013 e successivamente modificato dall’art. 21, co. 2, d.l. 91/2014). L’operatività del Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese è stata estesa a favore delle società di gestione del risparmio che, in rappresentanza dei fondi comuni gestiti, sottoscrivono obbligazioni o titoli simili di cui all’art. 32 d.l. 83/2012, o portafogli di tali titoli (art. 12, co. 6-*bis*, d.l. 145/2013).

⁴⁶ L’art. 12 d.l. 145/2013 ha aggiunto il co. 1-*bis* all’art. 1 l. 130/1999, consentendo che le cartolarizzazioni abbiano all’origine la sottoscrizione o l’acquisto di titoli di debito (obbligazioni, titoli simili, cambiali finanziarie, con esclusione dei titoli rappresentativi del capitale, dei titoli ibridi e dei titoli a convertibilità diretta), ovvero dei titoli risultanti da operazioni di cartolarizzazione derivanti dalla sottoscrizione o dall’acquisto di obbligazioni, titoli simili e cambiali finanziarie, realizzando così una forma di raccolta di terzo grado”. I titoli emessi dalle banche nell’ambito di tale specie di operazioni, poi, sono assoggettati alla medesima disciplina delle obbligazioni bancarie garantite, e l’emissione può aver luogo nell’ambito dell’istituzione di patrimoni destinati, a norma dell’art. 2447-*bis* c.c. L’art. 7-*quater* l. 130/1999 estende alle *asset backed securities* emesse dalle banche ed aventi come sottostante obbligazioni, titoli simili, cambiali finanziarie (o titoli emessi nell’ambito di operazioni di cartolarizzazione originate da attività sottostanti della stessa natura) gli artt. 7-*bis*, ad eccezione del co. 6, e 7-*ter*, co. 1, quest’ultimo relativo alla costituzione di patrimoni destinati, nonché delle disposizioni ivi richiamate; il compito di disciplinare tale specie di titoli, anche al fine di distinguerli dalle comuni obbligazioni bancarie garantite di cui all’art. 7-*bis*, è rimesso ad un apposito decreto ministeriale.

restrizioni limitatamente alle emissioni oggetto di un'offerta al pubblico, purché destinate alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione (art. 32, co. 4, d.l. 83/2012, parimenti soppresso dalla legge di conversione).

Una volta eliminata l'assimilazione delle cambiali finanziarie ai titoli obbligazionari, in sede di conversione in legge del d.l. 83/2012, si è preferito differenziare il regime applicabile alle due forme di raccolta in discorso anche per quel che concerne la qualificazione soggettiva dei potenziali investitori, limitatamente però alle società che non abbiano emesso titoli rappresentativi del capitale negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione (le cambiali finanziarie di società quotate, pertanto, possono essere emesse o alienate in favore di chiunque, al pari delle obbligazioni)⁴⁷.

Secondo la disciplina attualmente in vigore per le emissioni delle società non quotate, non sono più sottoposte ad alcuna limitazione la sottoscrizione e l'acquisto dei c.d. minibond; per contro, le cambiali finanziarie possono essere emesse e girate esclusivamente in favore di investitori professionali che non siano, direttamente o indirettamente, soci della società emittente (art. 1, co. 2-*bis*, lett. d), l. 43/1994).

La sostituzione dell'espressione "investitori professionali" a quella originaria di "investitori qualificati" (il cui senso era ulteriormente chiarito dall'espresso richiamo dell'art. 100 T.u.f.: art. 32, co. 3, d.l. 83/2012, soppresso dalla legge di conversione) è all'origine di un vero e proprio *puzzle* interpretativo, per il quale sono state proposte diverse soluzioni. All'epoca dell'emanazione del testo in commento, all'espressione "investitori professionali" non corrispondeva più una definizione nell'ambito del Testo unico della finanza⁴⁸, ponendosi così il problema – comune alle previsioni di cui all'art. 2412, co. 2, e 2483, c.c. – di ricostruire il concetto esclusivamente per via interpretativa. A differenza delle norme da ultimo citate, nell'art. 1, co. 2-*bis*, lett. d) l. 43/1994, non si introduce la precisazione secondo la quale tali soggetti devono essere altresì sottoposti a vigilanza prudenziale, precisazione che permette di circoscrivere una nozione dai contorni altrimenti incerti alle figure dei c.d. intermediari finanziari vigilati, agevolmente individuabili (banche, s.i.m., s.g.r., imprese di assicurazione, ecc.).

Si è fatta strada, pertanto, una lettura diretta ad identificare il concetto di "investitori professionali" con quello di "investitori qualificati"⁴⁹, nonostante le

⁴⁷ Se i titoli non sono destinati alla negoziazione, le qualità soggettive dei detentori rilevano però sotto il profilo fiscale, poiché il regime di favore per i percettori di proventi relativi a obbligazioni, titoli simili o cambiali finanziarie accordato a condizione che tali soggetti siano investitori qualificati, a norma dell'art. 100 T.u.f. (cfr. art. 32, co. 9, d.l. 83/2012, nel testo modificato dal d.l. 91/2014).

⁴⁸ La nozione di investitori professionali, centrale nella disciplina degli obblighi di informazione in caso di offerta di acquisto o di successiva rivendita di prodotti finanziari entrati in circolazione senza la preventiva pubblicazione di un prospetto informativo (cfr. art. 100 e 100-*bis* d.lgs. 58/1998, al centro di un'intricata vicenda normativa per effetto delle modifiche successivamente introdotte dalla l. 262/2005 e del d.lgs. 303/2006), viene sostituita dalla nozione di "investitori qualificati" per effetto del d.lgs. 164/2007, emanato in sede di recepimento della direttiva Mifid.

⁴⁹ V. in questo senso BRIOLINI, *op. cit.*, p. 915 e nt. 97 (che considera una svista la modifica introdotta in sede di conversione); implicitamente, SPAGNUOLO, *op. cit.*, p. 172 ss. Tale interpretazione è accolta dalla

modifiche intervenute in sede di conversione del d.l. 83/2012 (con la sostituzione della nuova nomenclatura a quella originaria di investitori qualificati e la soppressione del richiamo all'art. 100 T.u.f., rimasti per contro nelle previsioni a carattere fiscale: v. *infra*).

Tale conclusione, tuttavia, non sembra convincente, tenuto conto sia della genesi della norma (se fosse stata questa la *voluntas legis*, non si intenderebbe il perché della modifica rispetto al testo originario), sia della circostanza che, nei mesi immediatamente successivi, in ben due occasioni il legislatore è nuovamente intervenuto sul testo dell'art. 32 d.l. 83/2012, senza tuttavia “correggere” la presunta svista.

In verità, per ricostruire una nozione individuata in termini astratti non dovrebbe risultare indispensabile la minuta elencazione dei singoli casi, secondo una tecnica che ormai è entrata nell'abitudine, specie in materia di mercati finanziari. “Investitore professionale” dovrebbe essere considerato infatti chiunque gestisca risorse finanziarie, proprie o altrui, in maniera “professionale”, e cioè come componente abituale e ripetuta nel tempo della propria attività, indipendentemente dalla natura di intermediario vigilato. Tale concetto sostanzialmente coincide, per i risultati cui approda, con la nozione di «clienti professionali» (di diritto), accolta ora in sede regolamentare in attuazione dell'art. 6, co. 2-*quinquies* e 2-*sexies*⁵⁰, e alla quale rinviano ora sia la reintrodotta definizione di «investitore professionale» (art. 1, co. 1, lett. m-*duodecies*, T.u.f., inserita dal d.lgs. 44/2014), sia – attraverso un singolare “rimpallo” fra regolamenti diversi – le disposizioni di attuazione dell'art. 100 T.u.f.⁵¹. Andrebbero per contro esclusi dalla nozione di “investitori professionali tutti quei soggetti (persone fisiche, piccole e medie imprese, enti pubblici) che possono essere classificati come “clienti professionali” su loro espressa richiesta (e che pertanto non necessariamente posseggono lo stesso grado di competenza ed esperienza dei c.d. clienti professionali di diritto). Occorre considerare, poi, che intermediari diversi potrebbero classificare in modo diverso lo stesso cliente (ed è stato nel frattempo soppresso l'apposito registro istituito dall'art. 34-*quater* Reg. Consob 11971/1999, ora abrogato): di conseguenza, includere i clienti professionali su richiesta fra gli investitori professionali introdurrebbe un elemento di incertezza, destinato a riflettersi anche in campo fiscale (dato che attualmente gli investitori qualificati a norma dell'art. 100 T.u.f., richiamato dalle norme fiscali, altro non sono che i clienti professionali).

Il mercato delle cambiali finanziarie emesse da società non quotate, dunque, si caratterizza – sul versante dell'offerta di fondi – come mercato di *professional*, nel mentre – almeno dal punto di vista formale – il mercato dei titoli obbligazionari, ancorché

Circ. Assonime – emanata prima della modifica dell'art. 100 T.u.f. (Circ. Assonime, *cit.*, p. 250 s., ed ivi in nt. 53 un cenno ai clienti professionali pubblici).

⁵⁰ Si vedano, per la nozione di clienti professionali “privati”, il Reg. Consob 16190/2007 (art. 26, co. 1, lett. a), che rinvia all'All. 4), e per quella di clienti professionali “pubblici” il d.m. 136/2011. In argomento v. per tutti PERRONE A., *La classificazione della clientela*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, *cit.*, p. 507 ss.

⁵¹ L'art. 100, co. 1, lett. a), modificato con d.lgs. 184/2012, nel testo che risulta ora a seguito del d.lgs. 44/2014; per la definizione, l'art. 34-*ter* Reg. Consob 11971/1999 rinvia per l'appunto all'art. 26, co. 1, Reg. 16190/2007.

emessi da società non quotate, è aperto alla generalità degli investitori (indipendentemente dalla destinazione dei titoli stessi alla negoziazione).

Tuttavia, anche il mercato dei c.d. minibond sembra destinato di fatto ad attrarre pressoché esclusivamente gli investitori professionali, quanto meno nell'ipotesi in cui le emissioni non siano di importo sufficientemente elevato da consentirne la destinazione alle negoziazioni in un mercato regolamentato o in un sistema di scambi organizzato.

A tale proposito, si considerino innanzitutto gli incentivi che derivano dal trattamento fiscale. Per poter beneficiare dell'equiparazione alla raccolta da parte dei "grandi emittenti" quanto al regime fiscale dei proventi (art. 32, co. 8, e 9 d.l. 83/2012), i titoli in discorso devono essere destinati alla negoziazione in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione; in mancanza, i titoli devono essere detenuti da investitori qualificati (purché questi ultimi non abbiano una partecipazione rilevante nella società emittente)⁵². Anche sul piano civilistico, non mancano disposizioni a carattere incentivante, che subordinano cioè la possibilità di fruire di un regime di favore alla condizione che i titoli siano sottoscritti o detenuti da particolari categorie di investitori⁵³.

A ciò si aggiunga che la destinazione alle negoziazioni è necessaria anche al fine di beneficiare dell'esenzione dai limiti quantitativi all'emissione per i titoli non convertibili in azioni, di cui al nuovo testo dell'art. 2412, co. 5 (sul quale v. *infra*): se ne deduce che le obbligazioni non destinate alla negoziazione potranno superare il limite di cui all'art. 2412, co. 1, soltanto nell'ipotesi in cui siano garantite da ipoteca su immobili di proprietà (evenienza poco probabile)⁵⁴, o in alternativa siano sottoscritte per l'eccezione da investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale, a norma

⁵² A seguito delle ulteriori modifiche introdotte dal d.l. 179/2012 e dal d.l. 91/2014, al ricorrere dell'una o dell'altra condizione è attualmente subordinata non solo la possibilità di dedurre gli interessi passivi dal reddito d'impresa, indipendentemente dal tasso di remunerazione corrisposto (art. 32, co. 8, d.l. 83/2012), ma anche l'inapplicabilità della ritenuta alla fonte sugli interessi ed altri proventi, di cui al d. P.R. 600/1972 (art. 32, co. 9, d.l. 83/2012; per i proventi percepiti da organismi di investimento collettivo e società per la cartolarizzazione dei crediti ex l. 130/1999, v. il successivo co. 9-*bis*, come modificato dal d.l. 91/2014). Grazie alla modifica della norma richiamata (art. 1, co. 1, d.lgs. 239/1996), alle medesime condizioni è subordinata la possibilità di dedurre le spese di emissione per intero nell'esercizio in cui sono state sostenute, indipendentemente dai criteri di imputazione in bilancio (art. 32, co. 13, d.l. 83/2012).

⁵³ Oltre alle condizioni alle quali sono subordinate le agevolazioni fiscali (art. 32, co. 8, 9 e 9-*bis*, l. 83/2012), già ricordate, si vedano in particolare: l'art. 32, co. 24-*bis*, d.l. 83/2012, che condiziona i vantaggi accordati dal co. 24 (destinati a riflettersi sulla redazione del bilancio oltre che sul regime di imposizione) alla circostanza che i titoli siano sottoscritti da investitori qualificati, purché non abbiano una partecipazione rilevante nell'emittente; l'art. 46, co. 1-*bis*, T.u.b., che analogamente subordina la possibilità di costituzione del privilegio speciale in favore dei portatori dei titoli di cui agli artt. 2410 ss. e 2483 c.c. alla condizione che la sottoscrizione e circolazione dei titoli stessi sia riservata agli investitori qualificati di cui all'art. 100 T.u.f. (art. 12, co. 6, d.l. 179/2012: è stata successivamente soppressa la previsione relativa alla scadenza a medio o lungo termine dei titoli); l'art. 2, co. 4-*bis*, l. 130/1999 (inserito dall'art. 12 d.l. 145/2013), che estende la disciplina della cartolarizzazione ai titoli sottoscritti da un unico investitore, purché tali titoli siano destinati ad investitori qualificati, di cui all'art. 100 T.u.f.

⁵⁴ Sia come entità del patrimonio netto (essendo il limite generale rappresentato dal doppio dell'ammontare complessivo del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili, quali risultano dall'ultimo bilancio di esercizio: art. 2412, co. 1), che come consistenza del patrimonio immobiliare ai fini della costituzione della garanzia di cui all'art. 2412, co. 3.

dell'art. 2412, co. 2. In tale ultima eventualità, è probabile che – nell'interesse dello stesso sottoscrittore, al fine di evitare la responsabilità che incombe sull'alienante) lo smobilizzo avvenga in favore di altro investitore professionale, ad esempio ricorrendo alla cessione ad un fondo comune di investimento o ad un'operazione di cartolarizzazione.

In conclusione: i “nuovi” titoli di massa sono destinati alle negoziazioni in forme organizzate, o a un mercato di *professional*, per le imprese minori, la raccolta in titoli sembra anzi potersi realizzare solo attraverso circuiti di doppia o tripla intermediazione.

6. L'accesso diretto delle imprese non bancarie al mercato del capitale di credito, in passato, è stato ostacolato dall'art. 11 T.u.b. (e relative disposizioni di attuazione)⁵⁵, fonte di severe limitazioni alla libertà di raccogliere fondi rimborsabili mediante l'emissione di strumenti finanziari⁵⁶.

Meritano attenzione, in particolare, le prescrizioni dirette ad estendere al complesso della raccolta mediante strumenti finanziari, comunque denominati, il limite all'emissione di titoli obbligazionari, che diviene così il limite globale alla raccolta di fondi rimborsabili sul mercato: e ciò anche alla luce della scelta di escludere la raccolta in titoli dalle deroghe concernenti le forme di raccolta “privata” espressamente previste (presso soci, dipendenti, ecc.: art. 11, co. 3, T.u.b.)⁵⁷. La *ratio* di quest'ultima previsione può essere rintracciata nella volontà di non aprire pericolose falle nel sistema, in considerazione della normale attitudine degli strumenti finanziari, una volta emessi, a circolare fra soggetti non appartenenti a categorie determinabili a priori, e cioè fra il “pubblico”.

La natura imperativa delle norme in discorso, poste a tutela di interessi generali e costituzionalmente protetti (art. 47 Cost, co. 1), ha favorito la diffusione del convincimento secondo cui la normativa bancaria avrebbe una sorta di “primato” sulla disciplina civilistica, convincimento non scalfito neppure dalla riforma societaria (e si veda d'altro canto l'art. 2412, co. 7, che fa salve le disposizioni di leggi speciali relative alle riserve di attività). Anzi, le “aperture” della riforma verso più ampie possibilità di attingere al risparmio da parte delle società, all'epoca, sembra siano state motivo di preoccupazione, più che di attenzione, da parte delle autorità creditizie⁵⁸.

⁵⁵ Il riferimento è alla delibera CICR 19 luglio 2005, e alle Istruzioni emanate dalla Banca d'Italia (BANCA D'ITALIA, *Istruzioni di vigilanza*, Titolo IX, Cap. 2 – ultimo aggiornamento: marzo 2007), in attuazione dell'art. 11 T.u.b., così come modificato dal d.lgs. 37/2004 al fine di adeguare la disciplina della riserva bancaria alla riforma societaria

⁵⁶ Fra gli studi recenti, si vedano – anche per ulteriori riferimenti – PARRELLA L., *Commento all'art. 11*, in *Testo unico bancario. Commentario*, a cura di Porzio, Belli, Losappio, Rispoli Farina, Santoro, Milano, 2010, p.112 ss.; TROIANO V., *Commento all'art. 11*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*³, a cura di Capriglione, Padova, 2012, p. 139 ss.

⁵⁷ Si vedano le disposizioni contenute negli artt. 6, co. 1 (raccolta presso soci), 7, co. 1 (raccolta presso dipendenti), 8, co. 1 (raccolta nell'ambito di gruppi) della delibera CICR 19 luglio 2005.

⁵⁸ Difatti, solo in parte le limitazioni alla libertà di emissione sono state allentate all'indomani della riforma del diritto societario: come si legge nelle Istruzioni della Banca d'Italia (Titolo IX, Cap. 2, Sez. I – aggiornamento 2007): «In un contesto civilistico caratterizzato da un'estensione delle possibilità di

Non sorprende, dunque, che diversi fra i primi commentatori, nell'interpretare la nuova disciplina delle cambiali finanziarie, abbiano ritenuto tuttora applicabili le restrizioni derivanti dalle disposizioni di attuazione dell'art. 11 T.u.b.⁵⁹. Una indubbia influenza in tal senso ha esercitato la stessa previsione contenuta nell'art. 1, co. 3, l. 43/1994, formalmente non abrogata, secondo la 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». Si dovrebbe, in realtà, tener presente che la fattispecie regolata da tale norma è la raccolta di fondi rimborsabili, per la quale il divieto a carico dei soggetti diversi dalle banche comminato dal co. 2, e le relative esenzioni previste dal co. 4, trovano applicazione soltanto se la raccolta è “pubblica”: in altre parole, il richiamo dell'art. 11 T.u.b. non implica una estensione del divieto, né un inasprimento della relativa disciplina.

Occorre chiedersi, di conseguenza, se – pur essendo caduta nel corso della conversione in legge l'espressa deroga all'art. 11 T.u.b.⁶⁰ – la questione non meriti di essere rimeditata, sia per le cambiali finanziarie che per i minibond.

Relativamente a questi ultimi, occorre tener conto degli effetti derivanti dalla nuova formulazione dell'art. 2412, co. 5, come sostituito ad opera dell'art. 32, co. 26, d.l. 83/2012. Tutte le società azionarie, quotate e non, possono ora beneficiare dell'esenzione dai limiti previsti dai co. 1 e 2 del medesimo articolo, alla sola condizione che le obbligazioni siano destinate alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione. Trattandosi di raccolta di fondi rimborsabili ai sensi del codice civile, essa ricade pertanto nell'esenzione dal divieto di raccolta fra il pubblico di cui all'art. 11, co. 4, lett. c), T.u.b., ed è pertanto consentita indipendentemente dal carattere di raccolta “pubblica” o “privata”⁶¹. Restano ferme,

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.».

⁵⁹ V. SPAGNUOLO, *op. cit.*, p. 156 ss. (il quale ritiene inoltre che, per effetto della delibera CICR, le cambiali finanziarie emesse da società a responsabilità limitata debbano rispettare le prescrizioni di cui all'art. 2483 c.c.); qualche perplessità relativamente a singole prescrizioni (ad esempio, in merito al taglio minimo dei titoli non destinati alle negoziazioni) viene espressa, pur non mettendo in discussione l'applicabilità delle disposizioni di attuazione del T.u.b. a tutte le emissioni di cambiali finanziarie, da BRIOLINI, *op. cit.*, p. 918 ss. (il quale pertanto ritiene che siano destinate a prevalere le disposizioni della l. 43/1994, quale *lex specialis*, soltanto se più severe rispetto a quelle di generale applicazione). Su posizioni diverse, nonostante parta dal presupposto che le sole forme di raccolta “privata” siano quelle contemplate dall'art. 11, co. 3, T.u.b., v. URBANI, *op. cit.*, p. 104 ss., il quale – osservando come la circolazione riservata ad investitori professionali sia già un presidio sufficiente a tutela del risparmio – auspica una revisione dell'art. 11 T.u.b. Sostanzialmente nel senso del testo, per il riconoscimento della natura “privata” della raccolta delle società non quotate, APPIO, *op. cit.*, p. 52 ss. Si vedano, altresì, i dubbi formulati nella Circ. Assonime, cit., p. 255 ss., che sollecita una revisione della normativa secondaria.

⁶⁰ Prevista in origine, sia per le cambiali finanziarie che per le obbligazioni disciplinate dal decreto: si veda il testo dell'art. 32, co. 1, poi soppresso dalla legge di conversione.

⁶¹ Occorre ricordare che, secondo la formulazione originaria dell'art. 32, co. 2, d.l. 83/2012, la stessa emissione di obbligazioni (da parte di società che non avessero già emesso strumenti finanziari quotati) era destinata a configurarsi quale “raccolta privata”, essendo riservata ad investitori qualificati sia la sottoscrizione che la successiva circolazione.

poi, le ulteriori ipotesi di esenzione già previste, fra le quali va qui segnalata la riserva ad investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale dei titoli emessi in eccedenza (art. 2412, co. 2), e cioè alla medesima condizione prescritta in via generale per l'emissione di titoli di debito da parte delle società a responsabilità limitata (art. 2483).

In altri termini, relativamente alle obbligazioni e titoli similari, la “raccolta intermediata” (al pari della raccolta mediante titoli destinati alla negoziazione) ricade nell'esenzione di cui all'art. 11, co. 4, lett. c), T.u.b., poiché anch'essa rappresenta una forma di raccolta ai sensi del codice civile.

Tale conclusione non si pone in contrasto con le disposizioni di attuazione emanate dalle autorità creditizie, che prevedono espressamente l'esenzione dal limite generale alla raccolta mediante strumenti finanziari nei casi previsti dall'art. 2412, riconoscendo così la natura di rinvio formale del richiamo dell'art.11 T.u.b. alla norma codicistica (della quale di conseguenza recepisce, man mano, le successive modifiche); e, per le società a responsabilità limitata, si limitano a richiamare al necessario rispetto dell'art. 2483.

Profili di potenziale conflitto con la normativa secondaria in commento, per contro, emergono in relazione all'emissione di cambiali finanziarie, e appare opportuno a tale riguardo interrogarsi in ordine ai riflessi delle modificazioni al testo originario della l. 43/1994. Non vi è dubbio che si tratti di una delle “altre ipotesi di raccolta espressamente consentite dalla legge,” e che debba pertanto beneficiare dell'esenzione di cui all'art. 11, co. 2, purché abbia luogo “nel rispetto del principio di tutela del risparmio” (art. 11, co. 4, lett. d), T.u.b.) : è bene precisare subito, tuttavia, che le condizioni dell'esenzione ora descritte in tanto sono applicabili, in quanto la raccolta ricada nella fattispecie vietata dal co. 2, si attui cioè “fra il pubblico”.

Ora, a parte le considerazioni derivanti dalla natura di titolo esecutivo delle cambiali finanziarie – che di per sé rappresenta una forma di tutela dell'investitore – nell'ipotesi di emissione da parte di società quotate, la circostanza che i titoli rappresentativi del capitale di rischio siano negoziati in un mercato organizzato è stata ritenuta dal legislatore sufficiente a garantire la tutela del risparmio, una volta abbandonata la prospettiva “paternalistica” che per lungo tempo ha caratterizzato il sistema⁶². Di conseguenza, a mio parere l'emissione di cambiali finanziarie da parte di società quotate non è soggetta a limiti quantitativi, indipendentemente dalla destinazione alle negoziazioni.

Per le società non quotate, come si è ricordato, sia l'emissione che la circolazione delle cambiali finanziarie possono ora aver luogo soltanto nell'ambito degli investitori professionali, i quali per definizione possiedono sufficiente competenza ed esperienza da poter valutare autonomamente i rischi dell'investimento. Le prescrizioni introdotte dall'art. 1, co. 2-*bis*, l. 43/1994, sono dunque più che sufficienti a tutelare il risparmio “consapevole” (e anzi sono state considerate da taluno perfino eccessive)⁶³:

⁶² V. i rilievi critici di MINERVINI G., *Emissione di cambiali finanziarie e raccolta privata del risparmio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2000, I, p. 593 ss.

⁶³ Ritiene che vi sia un eccesso di cautele, tale da disincentivare l'emissione da parte delle piccole e medie imprese, fra gli altri, BRIOLINI, *op. cit.*, p. 909 ss.

tanto basta per ritenere applicabile l'art. 11, co. 4, lett. d), T.u.b. si devono di conseguenza ritenere inapplicabili tanto i limiti quantitativi all'emissione, quanto le prescrizioni in materia di taglio minimo dei titoli (non vi è dubbio che siano poi incompatibili con la nuova disciplina legale le prescrizioni in materia di durata)⁶⁴.

In termini ancora più radicali, si può dubitare che una raccolta riservata ai soli investitori professionali possa essere qualificata come raccolta "pubblica", nel senso di rivolta ad una platea indifferenziata di potenziali investitori inconsapevoli ed inesperti⁶⁵.

Non può ritenersi vincolante, a tale scopo, la previsione contenuta nelle Istruzioni della Banca d'Italia, secondo la quale non si considerano appartenenti al pubblico i soggetti, sottoposti a vigilanza prudenziale, operanti nei settori bancario, finanziario, mobiliare, assicurativo e previdenziale⁶⁶: l'art. 11 T.u.b. non attribuisce alcun potere di emanare norme attuative in argomento (e comunque il potere di emanare norme regolamentari è devoluto al CICR, non alla Banca d'Italia); di conseguenza, tale indicazione (manifestamente ispirata alla finalità di fornire una guida per l'applicazione degli artt. 2412, co. 2 e 2483) non potrebbe essere considerata vincolante per l'interprete allorché deve misurarsi con la fattispecie della "raccolta fra il pubblico"⁶⁷.

L'estraneità alla fattispecie oggetto del divieto (e alle conseguenti limitazioni dirette ad evitarne l'elusione, per le stesse ipotesi di esenzione previste dal co. 4) comporta *a fortiori* l'inapplicabilità alle cambiali finanziarie emesse da società non quotate di tutte le prescrizioni emanate in attuazione dell'art. 11, co. 4-ter, T.u.b.⁶⁸.

Lo *jus superveniens*, tuttavia, non comporta l'abrogazione implicita dell'art. 1, co. 3, l. 43/1994, non ostando la qualificazione della raccolta tramite l'emissione di cambiali finanziarie quale raccolta di fondi rimborsabili (ed il conseguente richiamo alle disposizioni dell'art. 11 T.u.b., ivi compresa la distinzione fra raccolta "privata" e "pubblica", nonché le esenzioni accordate a quest'ultima) al perseguimento delle finalità della nuova disciplina, in vista delle quali è sufficiente disapplicare le disposizioni attuative incompatibili con quest'ultima.

7. Una delle novità di maggior rilievo introdotte nella l. 43/1994 è rappresentata dalla disciplina della dematerializzazione delle cambiali finanziarie, contenuta nel nuovo

⁶⁴ Si vedano al riguardo le perplessità manifestate, in relazione a vari aspetti delle disposizioni di attuazione dell'art. 11 T.u.b., dalla Circ. Assonime, cit., p. 256; BRIOLINI, *op. cit.*, p. 918 ss., che peraltro non pone in discussione la perdurante vigenza delle disposizioni medesime, ad es. ritenendo che in ipotesi di raccolta "pubblica" – consentita solo alle società quotate – trovi tuttora applicazione l'obbligo di prestare garanzia per almeno la metà del valore nominale dei titoli (*ivi*, p. 912 nt. 82).

⁶⁵ Per una ricostruzione del dibattito sull'argomento, v. PARRELLA L., *op. loc. cit.*

⁶⁶ BANCA D'ITALIA, *Istruzioni di vigilanza*, Titolo IX, Cap. 2, Sez. III, par. 2 lett. e).

⁶⁷ L'avvertenza metodologica è di PORZIO M., *Commento all'art. 11*, in *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Belli, Contento, Patroni Griffi, Porzio e Santoro, vol. I, Bologna-Roma, 2003, p. 198 ss., 203 ss.

⁶⁸ Si riporta, per comodità del lettore, il testo dell'art. 11, co. 4-ter, T.u.b.: «Se non disciplinati dalla legge, il CICR fissa limiti all'emissione, su proposta formulata dalla Banca d'Italia sentita la CONSOB, può determinare durata e taglio degli strumenti finanziari, diversi dalle obbligazioni, utilizzati per la raccolta tra il pubblico.» Dunque, non valgono se la raccolta è "non fra il pubblico".

art. 1-*bis* l. 43/1994 (aggiunto dall'art. 32, co. 7, d.l. 83/2012)⁶⁹: disciplina che si atteggia in termini di specialità, in considerazione della previsione contenuta nel successivo co. 4 del medesimo articolo, che dichiara applicabili le disposizioni contenute nella Parte III, Titolo II, Capo II T.u.f. ove compatibili.

In tal modo la possibilità di far ricorso alla gestione accentrata è stata estesa ad una specie di titoli che – diversamente dalla generalità dei titoli di massa, di regola al portatore o nominativi – è sottoposta alla legge di circolazione dei titoli all'ordine. Il problema di come si possa rendere compatibile il regime della gestione accentrata con le peculiarità dello strumento cambiario⁷⁰, assai complesso, esula dall'argomento di queste riflessioni: basti qui segnalare che la promessa incondizionata di pagare alla scadenza le somme dovute al soggetto legittimato, in mancanza della *chartula*, dovrà essere inserita nella richiesta dell'emittente alla società di gestione accentrata, dalla quale dovranno altresì risultare – fra l'altro – gli interessi, i proventi e gli elementi prescritti dall'art. 100, co. 1, numeri da 3) a 7), l. camb. (art. 1-*bis*, co. 2 e 3, l. 43/1994: e si veda, per il caso di emissione in forma cartacea, l'art. 1, co. 2, l. 43/1994). Le cambiali finanziarie emesse in forma dematerializzata mantengono la natura di titolo esecutivo e sono totalmente esenti dall'imposta di bollo (art. 1-*bis*, co. 5, l. 43/1994: si noti il regime di favore rispetto ai titoli della specie fisicamente in circolazione, per i quali l'art. 2, co. 1, della stessa legge prevede l'assoggettamento a bollo, sia pure in misura ridotta rispetto alle cambiali ordinarie).

L'estensione del regime di dematerializzazione rimuove un potenziale ostacolo alla ammissione alle negoziazioni in un mercato organizzato. Il nesso fra tale sbocco e l'innovazione in commento emerge nitidamente dall'*incipit* del nuovo art. 1-*bis*, nella parte in cui fa salva l'applicazione dell'art. 83-*bis*, co. 1, T.u.f., che vieta di emettere in forma cartacea gli strumenti finanziari destinati alla negoziazione su un mercato regolamentato italiano; dal divieto sono peraltro esclusi gli strumenti finanziari con scadenza non superiore a due anni, per i quali la dematerializzazione è facoltativa⁷¹.

⁶⁹ Per analogia valutazione del carattere innovativo della previsione v. URBANI, *op. cit.*, 167 ss. La società di gestione accentrata Monte titoli s.p.a. ha prontamente modificato il proprio Regolamento dei servizi, includendo le cambiali finanziarie qual specificazione del genere valori mobiliari fra gli strumenti ammessi al sistema (art. 7, lett. a) Reg. servizi Montetitoli). Dubbi in ordine alla possibilità di immettere le cambiali finanziarie (nonostante la qualificazione come valore mobiliare), secondo la previgente disciplina, sono formulati da BASSI, *op. cit.*, p.90; *contra*, nel senso che non vi fossero ostacoli neppure in precedenza, BRIOLINI, *op. cit.*, p. 922 s.

⁷⁰ Oggetto di specifica disciplina è soltanto l'emissione in forma dematerializzata, e non anche l'immissione dei titoli documentali in subdeposito successivamente all'emissione: avrei qualche perplessità sulla possibilità di applicare alle cambiali finanziarie gli artt. 84 ss. T.u.f. (nonostante siano compresi nel rinvio di cui all'art. 1-*bis* l. 43/1994), considerato che la speciale girata in favore della società di gestione è prevista unicamente per i titoli nominativi, *ex art.* 93-*bis*, co. 2, T.u.f. (v. altresì l'art. 19 del Regolamento recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione, emanato a norma dell'art. 81 T.u.f. con provvedimento congiunto della Consob e della Banca d'Italia il 22 febbraio 2008). Ammettono sia il subdeposito che l'intestazione da parte dell'emittente in favore della società di gestione accentrata, per contro, BRIOLINI, *op. cit.*, p. 924 s.; URBANI, *op. cit.*, p. 168 ss.

⁷¹ Si veda l'art. 15 del citato Regolamento Consob-Banca d'Italia del 2008, ed ivi l'elenco dei titoli ai quali è esteso il regime di dematerializzazione obbligatoria, a norma dell'art. 83-*bis*, co. 2, T.u.f.

Al di fuori dell'ipotesi di quotazione in un mercato regolamentato, l'emissione in forma dematerializzata delle cambiali finanziarie è (almeno all'apparenza, come si dirà) rimessa totalmente alla libera scelta dell'emittente, come si deduce dal prosieguo dello stesso art. 1-*bis*, co. 1, l. 43/1994: tale previsione corrisponde, sostanzialmente, alla disposizione di cui all'art. 83-*bis*, co. 3. Non viene espressamente richiamato, per contro, il potere della Consob di imporre con proprio regolamento la dematerializzazione obbligatoria in ipotesi di titoli largamente diffusi fra il pubblico (in una accezione peculiare, che comprende l'ammissione alle negoziazioni in un sistema multilaterale, dal quale per vero il pubblico potrebbe essere escluso), di cui all'art. 83-*bis*, co. 2, T.u.f.; tuttavia, non mi pare che tale lacuna debba destare preoccupazione⁷². L'emissione in forma dematerializzata – pur in assenza di un obbligo in tal senso – si rende comunque necessaria per l'ammissione alle negoziazioni in una *trading venue*, e comunque laddove i titoli siano destinati a circolare fra investitori professionali, il che rappresenta la regola in ipotesi di emissione da parte di società non quotate.

Anche sotto tale profilo, sono le caratteristiche del mercato – la connotazione soggettiva degli investitori, o l'organizzazione della funzione di scambio – a svolgere un ruolo determinante; l'esenzione dal bollo delle sole cambiali dematerializzate, già ricordata, rappresenta un incentivo ulteriore all'utilizzazione del servizio di gestione accentrata.

Le medesime considerazioni valgono per l'emissione di minibond, alla quale – in mancanza di una disciplina speciale della dematerializzazione – si applicano le disposizioni comuni in materia di gestione accentrata di strumenti finanziari, ivi compresa la possibilità di imporre la dematerializzazione obbligatoria qualora siano destinati ad una larga diffusione fra il pubblico, a norma dell'art. 83-*bis*, co. 2, T.u.f. (a differenza che per le cambiali finanziarie, la natura di «titoli diffusi» a norma dell'art. 108 Reg. 11971/1999 non va esclusa a priori, neppure in ipotesi di società non quotate). Occorre segnalare, inoltre, che emissioni su larga scala da parte di società non quotate (atteso che, specie per le piccole e medie imprese, ciò richiede il superamento del limite di cui all'art. 2412, co. 1, c.c.), sono di fatto possibili soltanto in caso di destinazione delle obbligazioni alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale, ovvero in caso di sottoscrizione riservata ad investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale: di modo che, anche per i c.d. minibond, l'emissione in forma dematerializzata dovrebbe avvenire nella generalità dei casi.

Le considerazioni fin qui svolte permettono di concludere che si procederà di regola alla dematerializzazione fin dal momento dell'emissione sia delle cambiali finanziarie che dei minibond.

Vi è da attendersi, infatti, che tanto in ipotesi di destinazione alle negoziazioni, quanto in ipotesi di “raccolta intermediata”, i titoli in discorso diano vita a forme di

⁷² Ipotizza che il comma 2 possa intendersi comunque richiamato, grazie al generico rinvio alla disciplina in materia di gestione accentrata, URBANI, *op. cit.*, p. 169.

“circolazione intermediata” (ossia in regime di gestione accentrata)⁷³. Appare assai improbabile che la circolazione di strumenti finanziari fra investitori professionali possa aver luogo oggi in forma cartacea, in considerazione dei costi e dei rischi che questa comporta (e forse della stessa carenza delle competenze necessarie alla lavorazione dei titoli in forma cartacea, dopo decenni di circolazione smaterializzata). Mi sembra che possa definirsi tale “spontanea” tendenza – ad evitare confusioni terminologiche – come “dematerializzazione obbligata”, nel senso che si rivela indispensabile alla luce delle caratteristiche del mercato di destinazione.

Se – come sembra – è lecito attendersi che l’emissione di minibond e cambiali finanziarie avverrà per lo più (e forse esclusivamente) in forma dematerializzata, la disciplina di tali strumenti cesserà di essere governata dal diritto cartolare, per migrare nel campo del diritto del mercato finanziario. Non si allude qui alle regole di rilevanza macro-giuridica (o se si preferisce giuspubblicistica), in cui al centro dell’attenzione vi è la tutela dell’integrità e dell’efficienza del sistema finanziario, non la soluzione dei conflitti interprivati, bensì ai dispositivi micro-giuridici che caratterizzano il sistema della “finanza scritturale”, e che concorrono a garantire la sicurezza della circolazione, ciò che tipicamente attiene alla c.d. materia cartolare.

Il riferimento è, anzitutto, al regime delle eccezioni opponibili al titolare degli strumenti finanziari dematerializzati, in cui le stesse regole cartolari sono “filtrate” (così come del resto avviene in tema di legittimazione, o di tutela dell’acquirente di buona fede: cfr. artt. 83-*quinquies*, 83-*sexies*), dalle necessità della gestione in forma accentrata, esaltando così la spersonalizzazione dei rapporti fra alienante e acquirente, che caratterizza di per sé gli scambi di borsa, e lasciando così persistere soltanto le eccezioni personali a colui che abbia ottenuto la registrazione in suo favore e quelle comuni a tutti gli altri titolari degli stessi diritti (art. 83-*septies* T.u.f.: e si noti l’estensione a titoli “non partecipativi” quali le cambiali finanziarie).

Ma vi è ormai una vasta gamma di strumenti diretti a realizzare le condizioni dell’acquisto perfetto, in deroga alle norme comuni, specificamente destinati alla protezione degli scambi finanziari (tanto da costruire uno statuto a sé rispetto ai comuni scambi di beni o servizi) e imperniati sui meccanismi della finanza scritturale. Per limitarsi a qualche esempio, si possono ricordare: la disciplina speciale delle garanzie finanziarie (d.lgs. 170/2004: e v. il regime probatorio della prestazione di garanzia, di cui all’art. 2); le regole a tutela della definitività delle operazioni eseguite attraverso sistemi di regolamento titoli (d. lgs. 210/2001); il regime di separazione patrimoniale a vantaggio delle gestioni, individuali e collettive, e delle operazioni di cartolarizzazione (v., fra gli altri, gli artt. 22 e 36, co. 4, T.u.f.; l’art. 3, co. 2-*bis* e 2-*ter*, l. 130/1999). Abbandonate le tecniche di astrazione dalle qualità soggettive, la concretezza delle diverse figure di operatori economici prende il posto delle espressioni generiche.

⁷³ L’espressione sta a designare per l’appunto la circolazione dematerializzata (in contrapposizione alla circolazione immediata, che si attua mediante il documento), per effetto della quale il riferimento alla legge di circolazione del titolo perde di significato: cfr. SPADA, *Introduzione*, cit., p.136.

La destinazione allo scambio fra intermediari (quale si verifica in ipotesi di negoziazione in forma organizzata, e comunque di “raccolta intermediata”), in altri termini, si accompagna alla speciale protezione delle operazioni di investimento/disinvestimento che si avvalgono delle tecniche e delle strutture peculiari del mercato finanziario.

I “nuovi” strumenti di raccolta del risparmio potrebbero essere considerati, dunque, una nuova tappa del lungo commiato dai titoli di massa. Ammesso che riescano effettivamente a decollare⁷⁴, sembra che il loro destino sia di essere governati da regole “altre” dal diritto cartolare: anzi, si potrebbe dire – prendendo a prestito le parole del prof. Partesotti – in futuro descriverne la circolazione documentale potrebbe sembrare eccentrico quanto studiare le cambiali scritte su un muro o su un guscio d’uovo.

⁷⁴ I primi dati – secondo stime della Banca d’Italia, mancando un sistema di rilevazione – non sono incoraggianti (si veda la risposta del Governo all’interrogazione dell’on. Paglia, consultabile all’indirizzo http://banchedati.camera.it/sindacatoispettivo_17/showXhtml.asp?highLight=0&idAtto=21017&stile=7): nel complesso le emissioni dei nuovi strumenti nel primo biennio sarebbero 36, e almeno nella prima fase la consistenza di ciascuna operazione starebbe ad indicare che vi hanno fatto ricorso soprattutto imprese di grandi dimensioni. Tuttavia, nel periodo luglio-agosto 2014 vi è stato un deciso incremento, con circa 20 nuove emissioni: si veda l’elenco dei titoli negoziati nel segmento ExtraMOT PRO, sistema multilaterale gestito da Borsa italiana, consultabile all’indirizzo http://banchedati.camera.it/sindacatoispettivo_17/showXhtml.asp?highLight=0&idAtto=21017&stile=7.