

INDICE

pag.

CAPITOLO I

CAMBIALI FINANZIARIE E COMMERCIAL PAPERS

1.	Il finanziamento delle imprese e l'accesso al mercato del credito	1
2.	Nascita e resurrezione delle cambiali finanziarie	6
3.	Forma e funzione delle cambiali finanziarie	11
4.	Lo sviluppo e la disciplina delle <i>commercial papers</i> negli Stati Uniti	15
5.	Le <i>commercial papers</i> in Gran Bretagna	22
6.	Il modello francese dei <i>billets de trésorerie</i>	27

CAPITOLO II

GLI STRUMENTI CARTOLARI DI FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE

1.	Le polizze di credito commerciale	31
2.	Le accettazioni bancarie	37
3.	Gli strumenti finanziari di raccolta del risparmio	42
4.	La cambiale finanziaria come strumento tipico di raccolta del risparmio	45
5.	I titoli obbligazionari	49
6.	Gli strumenti finanziari nel codice civile	55
7.	I titoli di debito delle società a responsabilità limitata	60

CAPITOLO III
*PROFILI CARTOLARI DELLE
CAMBIALI FINANZIARIE*

1. La tipicità della cambiale finanziaria come titolo di credito e come valore mobiliare	65
2. La cambiale finanziaria e la disciplina dei titoli di credito	67
3. Destinazione alla circolazione e disciplina antiriciclaggio	70
4. I requisiti cartolari	75
5. La “causalità” della cambiale finanziaria	76
6. La serialità	81
7. Cambiale finanziaria e titoli di massa. La sottoscrizione meccanica	84
8. L’indicazione dei proventi	88
9. La scadenza	95
10. Il taglio	100
11. La garanzia	104
12. Tipologia e qualificazione della cambiale finanziaria come titolo cambiario	111

CAPITOLO IV
*L’EMISSIONE E LA CIRCOLAZIONE
DELLE CAMBIALI FINANZIARIE*

1. I soggetti abilitati all’emissione di cambiali finanziarie	119
2. I soggetti esclusi	124
3. Il procedimento di emissione	133
4. Le società con titoli rappresentativi del capitale negoziati in mercati	141
5. Le società con titoli rappresentativi del capitale non negoziati in mercati	145
6. Lo <i>sponsor</i>	147
7. Limiti all’emissione	156
8. Le forme della legittimazione cartolare delle cambiali finanziarie	164
9. Il collocamento e la circolazione delle cambiali finanziarie	167
10. La girata “senza garanzia”	175

pag.

CAPITOLO V

CAMBIALI FINANZIARIE E MERCATO MOBILIARE

1.	La cambiale finanziaria: valore mobiliare o strumento finanziario?	183
2.	Cambiali finanziarie e disciplina del mercato mobiliare	191
3.	La dematerializzazione della cambiale finanziaria	196
4.	La cambiale finanziaria dematerializzata e l'efficacia di titolo esecutivo	202

CAPITOLO VI

*LA CAMBIALE FINANZIARIA TRA TUTELA
DEL DEBITORE E TUTELA DEL MERCATO*

1.	Tutela del debitore, tutela dell'investitore e tutela del mercato	209
2.	La tutela del debitore: le eccezioni personali	211
3.	Le eccezioni reali	214
4.	La nullità delle cambiali finanziarie	223
	<i>Bibliografia</i>	231

CAPITOLO II

GLI STRUMENTI CARTOLARI DI FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE

1. Le polizze di credito commerciale. – 2. Le accettazioni bancarie. – 3. Gli strumenti finanziari di raccolta del risparmio. – 4. La cambiale finanziaria come strumento tipico di raccolta del risparmio. – 5. I titoli obbligazionari. – 6. Gli strumenti finanziari nel codice civile. – 7. I titoli di debito delle società a responsabilità limitata.

1. Le polizze di credito commerciale

La l. n. 43/1994 ha inteso delineare le cambiali finanziarie come “tipizzazione” delle c.d. *commercial papers* già in uso negli altri ordinamenti¹. In Italia, già da tempo la prassi aveva elaborato diversi strumenti, utilizzati dalle imprese per il finanziamento a breve termine, con funzione di reperimento di risorse monetarie sul mercato, in via alternativa al credito bancario. Si trattava, in particolare, delle polizze di credito commerciale e delle accettazioni bancarie².

¹ La relazione alla proposta di legge Rosini, presentata alla Camera dei Deputati il 26 febbraio 1993, che ha dato luogo alla l. n. 43/1994, sottolinea come nel mercato italiano «si è venuta a creare, per l'effetto dell'assenza di una specifica regolamentazione dei *commercial papers*, ed in conseguenza della recente liberalizzazione valutaria, una situazione paradossale, rappresentata dalla possibilità, per le imprese italiane all'estero, di emettere *commercial papers* in conformità alla legislazione di tali paesi stranieri, e di collocare successivamente i titoli medesimi sul mercato italiano». TROIANO, *Le polizze di credito commerciale*, Bari, 1994, p. 12.

² GIRINO, *Nascono (o muoiono) i commercial paper*, in *Contratti*, 1994, p. 212; ID., *La raccolta di risparmio “alternativa”*, in *Contratti*, 1994, p. 6; ANELLO-RIZZINI BISINELLI,

Sebbene destinate alla medesima funzione, sia le polizze che le accettazioni bancarie presentano caratteri morfologici e negoziali del tutto differenti rispetto alla disciplina propria delle cambiali finanziarie.

Polizza di credito commerciale è solitamente denominata la documentazione correlata ad un'operazione di finanziamento da parte di uno o più investitori ad una impresa, garantita da un intermediario bancario³ e che si realizza attraverso una pluralità di atti negoziali. Si compone di una lettera commerciale, con la quale l'impresa mutuataria riconosce il proprio debito per una determinata somma, comprensiva della sorta capitale e degli interessi, da corrispondere ad una scadenza prefissata (a brevissimo termine) nei confronti di un determinato soggetto mutuante, facendo riferimento ad «accordi verbali intercorsi tra le parti», con previsione di cedibilità del credito a soggetti terzi, aventi la qualità di imprenditori o fondi comuni di investimento, e con la espressa rinuncia da parte del debitore a proporre ai nuovi prenditori eccezioni relative al rapporto originario o ai rapporti con i precedenti prenditori⁴.

Unitamente a tale lettera viene consegnata all'investitore una garanzia fideiussoria a prima richiesta rilasciata da una banca per l'importo dell'obbligazione indicata nella lettera commerciale⁵; in alternativa alla stipula di una

Commercial paper e cambiali finanziarie dopo la legge n. 43/1994, in *Società*, 1994, p. 319; MASI, *Primo approccio*, cit., p. 584; MARTORANO, *Profili cartolari delle cambiali finanziarie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, I, p. 132; FAUCEGLIA, *La cambiale finanziaria tra la disciplina del titolo di credito e del valore mobiliare*, in *Riv. dir. comm.*, 1996, p. 624; RIGHINI, *La nuova disciplina delle cambiali finanziarie*, in *Corriere giur.*, 1994, p. 528; CAPO, *Le cambiali finanziarie*, in *La raccolta non bancaria del risparmio tra il pubblico*, a cura di Fauceglia, Torino, 1996, p. 142; VISENTINI, *Per un mercato del risparmio più articolato e concorrenziale*, in *Bancaria*, 1994, n. 3, p. 74; CATERINO, *Le cambiali finanziarie*, cit., p. 1206.

³ Vedi SPADA, *Dai titoli cambiari*, cit., p. 500 il quale ritiene che le polizze, a differenza delle accettazioni bancarie, consentono, al pari delle cambiali finanziarie, un accesso a finanziamenti non necessariamente intermediati dal sistema bancario; così pure CAPRIGLIONE, *Le polizze di credito commerciale*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale*, Banca d'Italia, n. 20, Roma, 1988, p. 14.

⁴ CAPRIGLIONE, *Le polizze*, cit., p. 12 ss.; TROIANO, *Le polizze*, cit., p. 10 ss.; FAUCEGLIA, *Le polizze di credito commerciale*, in *La raccolta non bancaria del risparmio tra il pubblico*, a cura di Fauceglia, Torino, 1996, p. 83 ss.; CALVI, *La disciplina dell'emissione e della circolazione delle commercial papers*, in *Corriere giur.*, 1988, p. 281; D'ANGELO, *Polizze di credito commerciale*, in *Contratto e impresa*, 1994, p. 941; ATTI, *Commercial paper*, in *Contratto e impresa*, 1988, p. 626.

⁵ Si prevede che la garanzia sia mantenuta nonostante l'eventuale opposizione da parte del debitore e nonostante la pendenza di controversie sulla esistenza e sulla esigibilità del

fidejussione a prima richiesta, talvolta si ricorre ad una “dichiarazione di rassicurazione” con la quale la banca attesta di aver ricevuto mandato irrevocabile ad onorare il credito alla scadenza e che esiste presso di sé la provvista finanziaria vincolata sino alla scadenza della polizza.

In sede di circolazione, la polizza di credito commerciale è integrata dalle lettere di cessione, le quali documentano l'avvenuto trasferimento del credito, che avviene *pro soluto* con gli effetti propri della cessione del credito, sia pur senza l'osservanza delle forme proprie della cessione. In particolare il cessionario, per poter esigere l'adempimento dell'obbligazione, dovrà esibire al debitore, oltre alla lettera di riconoscimento del debito ed alla documentazione inerente la garanzia bancaria, la serie continua delle lettere di cessione⁶.

Secondo l'opinione unanime della dottrina, le polizze di credito commerciale non possono essere considerate titoli di credito, diversamente dalle cambiali finanziarie espressamente qualificate tali dalla legge. Le polizze, pur raggiungendo scopi del tutto analoghi a quelli che le parti potrebbero ottenere attraverso la “cartolarizzazione” dell'impegno, in punto di inopponibilità al terzo delle eccezioni fondate sul rapporto fondamentale o su rapporti personali tra debitore e precedenti portatori, pervengono a tale risultato in modo indiretto, attraverso il concorso di una molteplicità di schemi negoziali diversi, non già attraverso la creazione ed emissione di un solo documento⁷.

Si ritiene, infatti, che le polizze di credito commerciale debbano essere inquadrate tra le dichiarazioni di riconoscimento di debito, disciplinate dall'art. 1988 c.c., norma, quest'ultima, tra l'altro espressamente richiamata dalle parti nella c.d. lettera commerciale⁸; per cui il destinatario della stessa

credito medesimo; CAPRIGLIONE, *Le polizze*, cit., p. 24, il quale rileva come il testo della lettera fidejussoria configuri la posizione del garante come un obbligato in via principale, neanche subordinato, se non alla escussione, alla preventiva richiesta della prestazione al debitore.

⁶ GIULIANI, *Brevi note in tema di “commercial papers” (titoli di credito, valori mobiliari, legge SIM e regime tributario)*, in *Riv. soc.*, 1993, p. 225; GIRINO-VECCHIO, *Futures, options, swaps, commercial papers*, Milano, 1988, p. 129 ss.; ATTI, *Commercial paper*, cit., p. 631; CAPRIGLIONE, *Le polizze*, cit., p. 25.

⁷ MARTORANO, *Profili cartolari*, cit., p. 132, che sottolinea l'assenza di incorporazione e di cartolarizzazione delle polizze di credito commerciale.

⁸ Escluso l'inquadramento nella fattispecie cartolare, le polizze di credito commerciale non sembrano neppure riferibili alla categoria dei titoli impropri e dei documenti di legittimazione.

Sotto il primo profilo può rilevarsi come l'art. 2002 c.c. faccia riferimento a quei docu-

deve ritenersi sollevato dall'onere di provare il rapporto fondamentale di credito, la cui esistenza sarà presunta fino a prova contraria. Il debitore, perciò, per esimersi dal pagamento, dovrà provare l'inesistenza o l'invalidità del rapporto causale. La rinuncia del debitore ad opporre le eccezioni non previste nel documento non opera sul piano sostanziale, rendendo l'impegno documentato "astratto" della *causa debendi*, bensì unicamente sotto il profilo processuale, determinando un'inversione dell'onere della prova in favore del soggetto creditore; perciò, il riconoscimento "astratto" del debito non determina la costituzione di un credito autonomo rispetto a quello inerente il rapporto fondamentale, diversamente da quanto previsto per i titoli di credito⁹.

menti che, pur non incorporando un diritto né rendendone autonomo l'acquisto, consentono il trasferimento del diritto stesso senza l'osservanza delle forme proprie della cessione ed, in particolare, senza obbligare le parti a ricorrere alla notifica al debitore, prevista dall'art. 1264, comma 1, c.c. quale condizione di efficacia della cessione: tuttavia, nelle polizze l'assenso manifestato preventivamente dall'emittente in ordine al trasferimento del credito *ex promissa* non sembra poter comportare l'elusione dell'intera disciplina della cessione che, pertanto, troverà applicazione seppure con gli "aggiustamenti" e le modificazioni proprie della prassi commerciale; in tal senso CAPRIGLIONE, *Le polizze*, cit., p. 18; FAUCEGLIA, *Le polizze*, cit., p. 92. Di contrario avviso D'ANGELO, *Polizze*, cit., p. 970; A.B.I., *Circolare del 24 marzo 1994 n. 68 – Serie tecnica*, p. 2.

Qualificano le polizze, invece, quali documenti di legittimazione CALVI, *La disciplina*, cit., p. 281; così anche PORZIO, *Il mercato della carta commerciale: le recenti esperienze francese, italiana ed inglese a confronto*, in *L'intermediazione finanziaria in evoluzione*, Milano, 1988, p. 305. Può tuttavia ricordarsi che i documenti di legittimazione solitamente rispondono alle esigenze delle contrattazioni di massa, al fine di «identificare l'avente diritto alla prestazione» (art. 2002 c.c.), allorché il ricorso ai normali mezzi di dimostrazione della qualità del creditore sia reso estremamente arduo; esigenze che non sembrano porsi per le polizze, le quali vengono emesse in numero molto limitato per ciascuna operazione ed in relazione ad un rapporto "individualizzato". In giurisprudenza, sulla qualificazione delle polizze di credito commerciale come documenti di legittimazione, Trib. Napoli 17 maggio 1994 (decr.), in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, II, p. 360. Sui documenti di legittimazione in generale, v. per tutti MARTORANO, *I titoli di credito*, Milano, 1997, p. 215 ss.; ID., *Titoli di credito. Titoli non dematerializzati*, Milano, 2002, p. 221 ss.; DI AMATO, *I titoli di credito*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da Rescigno, 13, Torino, 1985, p. 444.

⁹ CAPRIGLIONE, *Le polizze*, cit., p. 20; FAUCEGLIA, *Le polizze*, cit., p. 88; PATTI, *Prove. Disposizioni generali*, in *Comm. al cod. civ.*, a cura di Scialoja e Branca, Roma-Bologna, 1987, p. 191; C.A. GRAZIANI, *Promessa di pagamento e ricognizione di debito*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da Rescigno, 13, Torino, 1984, p. 675; BRANCA, *Delle promesse unilaterali*, in *Comm. al cod. civ.*, a cura di Scialoja e Branca, Roma-Bologna, 1974, p. 356; GALGANO, *Il*

Il ricorso alla disciplina della cessione dei crediti per il trasferimento del diritto documentato dalla polizza, poi, esclude l'autonomia della posizione del prenditore rispetto a quella del cedente, risultando il trasferimento del diritto a titolo derivativo¹⁰: pertanto, in nessun caso potrà riconoscersi al creditore cessionario della polizza la pregnante tutela offerta dall'art. 1994 c.c. al portatore di un titolo di credito¹¹.

La diversità tipologica delle cambiali finanziarie rispetto alle polizze di credito commerciale va oltre l'applicazione alle prime e non anche alle seconde del regime normativo dei titoli di credito. La natura cambiaria riconosciuta dalla legge alle cambiali finanziarie attribuisce a queste l'efficacia di titolo esecutivo¹², e come tale consente l'immediata azionabilità delle procedure esecutive, caratteristica non rinvenibile nelle polizze, le quali potranno se mai integrare il requisito della prova scritta per l'esercizio del procedimento ingiuntivo.

Il differente inquadramento delle polizze rispetto alle cambiali finanziarie sembra poi riflettersi sulle caratteristiche delle operazioni di finanziamento che ne giustificano l'emissione.

In primo luogo, le polizze presentano una scadenza compresa tra i sette giorni ed i tre mesi, risultando funzionali ad operazioni a brevissimo termine; alle cambiali finanziarie, invece, la legge affida le esigenze di finanziamento delle imprese, seppure a breve termine, ma con scadenze di almeno un mese, e che possono arrivare sino a trentasei mesi.

In secondo luogo, l'emissione in serie, prevista dalla legge per le cambiali finanziarie, configura siffatti titoli quali titoli di massa, come tali standardizzati nelle caratteristiche documentali e nel diritto incorporato, e destinati, almeno in ipotesi, ad una circolazione indeterminata. Diversamente le polizze, essendo riconducibili in via immediata al potere negoziale delle parti per

negozio giuridico, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, diretto da Cicu e Messineo, III, Milano, 2002, p. 98.

¹⁰ PANUCCIO, *Cessione volontaria dei crediti nella teoria del trasferimento*, Milano, 1955, p. 25; PERLINGIERI, *Cessione dei crediti*, in *Comm. al cod. civ.*, a cura di Scialoja e Branca, Roma-Bologna, 1982, p. 36.

¹¹ MARTORANO, *Profili cartolari*, cit., p. 133, il quale però non sembra condividere l'inquadramento della fattispecie nello schema della dichiarazione di riconoscimento di debito.

¹² Ora espressamente riconosciuta per le cambiali finanziarie anche se dematerializzate, e quindi prive della forma-modulo cambiario (v. il nuovo art. 1-bis l. n. 43/1994, introdotto dall'art. 32, comma 7, l. 134/2012).

quanto concerne il contenuto documentale, sono suscettibili singolarmente di contrattazione personalizzata tra l'emittente e ciascun investitore, risultando infungibili tra loro. Esse, peraltro, sono destinate ad una circolazione ristretta sotto il profilo dei possibili prenditori, prevedendosi nelle stesse patuizioni negoziali il trasferimento limitato alle sole società di capitali o a fondi comuni di investimento, indipendentemente dalle caratteristiche soggettive dell'emittente.

La natura giuridica delle polizze e le modalità di esecuzione dell'operazione finanziaria sottostante l'emissione sembrano incidere anche sotto il diverso profilo della loro inquadrabilità nell'ambito della categoria dei valori mobiliari¹³; le cambiali finanziarie, invece, per espressa previsione di legge (art. 4, l. n. 43/1994) «sono considerate valori mobiliari per qualsiasi finalità prevista dall'ordinamento». La nuova definizione di strumento finanziario, recata dal novellato art. 1, comma 2, t.u.f., però, ricomprende, oggi, gli strumenti del mercato monetario, questi ultimi definiti come «strumenti normalmente negoziati nel mercato monetario, quali ad esempio, i buoni del Tesoro, i certificati di deposito e le carte commerciali» (art. 1, comma 1-ter)¹⁴, e quindi, presumibilmente, anche le polizze. Tuttavia, queste non sembrano suscettibili di offerta al pubblico (art. 94 t.u.f.), perciò si esclude l'applicabilità alle stesse del regime del prospetto e dei controlli ad esso connessi e previsti a tutela dei risparmiatori¹⁵; parimenti, le ulteriori disposizioni, di cui lo strumento finanziario costituisce il referente oggettivo, difficilmente sembrano trovare spazio applicativo per le polizze: le loro caratteristiche di collocamento e di circolazione, unitamente all'elevato taglio (500.000 euro) limitano la cerchia dei possibili investitori a soggetti che, per le qualifiche soggettive rivestite, sono certamente in grado di gestire e controllare il

¹³ In senso negativo, con riferimento alla previgente nozione di valore mobiliare, ATTI, *Commercial paper*, cit., p. 632; CALVI, *La disciplina*, cit., p. 283; GIULIANI, *Brevi note*, cit., p. 225. Affermavano la riconducibilità delle polizze alla nozione di valore mobiliare, sottolineandone la formula definitoria alquanto ampia ed elastica, ai sensi dell'art. 18-bis, l. n. 216/1974, FAUCEGLIA, *Le polizze*, cit., p. 100; CAPRIGLIONE, *Le polizze*, cit., p. 27; TROIANO, *Le polizze*, cit., p. 123; la definizione di valore mobiliare, portata dall'art. 18-bis citato ricomprendeva ogni «documento o certificato rappresentativo di un credito o di un interesse negoziabile e non».

¹⁴ La disposizione è stata introdotta dal d.lgs. 6 novembre 2007, n. 195.

¹⁵ Con riferimento alla previgente disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio CAPRIGLIONE, *Le polizze*, cit., p. 31; FAUCEGLIA, *Le polizze*, cit., p. 100; GIULIANI, *Brevi note*, cit., p. 225.

proprio investimento e, quindi, non bisognosi di una tutela “rafforzata” da parte dell’ordinamento. D’altra parte, il procedimento di emissione delle polizze può considerarsi addirittura “contrapposto” a quello proprio della sollecitazione impersonale, in quanto per lo più è lo stesso imprenditore a ricercare sul mercato i sottoscrittori in grado di soddisfare le proprie necessità di finanziamento, concordando personalmente con gli stessi i termini e le condizioni dell’operazione, secondo le esigenze di investimento di ciascuno, circostanza questa sottolineata dalla stessa lettera del documento, che fa riferimento ad accordi verbali intercorsi tra le parti¹⁶.

2. Le accettazioni bancarie

L’utilizzo dello strumento cambiario per transazioni meramente finanziarie da parte di imprese per la raccolta di fondi sul mercato era stato sperimentato dagli operatori finanziari sin dalla metà degli anni settanta con la c.d. accettazione bancaria, consistente in una tratta emessa all’ordine proprio da un imprenditore, accettata da una banca e girata di regola con la clausola “senza garanzia”¹⁷.

Il fenomeno ha poi trovato espresso riconoscimento nella legislazione tributaria che, all’art. 1, d.l. 2 ottobre 1981, n. 546 (conv. con modificazioni in l. 1° dicembre 1981, n. 692), ha modificato il regime dell’imposta di bollo di cui all’art. 10-*bis* (ora art. 6, n. 4) della tariffa, allegato A, annessa al D.P.R. 26 ottobre 1972, n. 642, prevedendo una misura ridotta della medesima imposta per le «cambiali accettate da aziende ed istituti di credito [...] emesse da imprenditori di cui all’art. 2195 c.c. con indicazione dei proventi

¹⁶ MORI, *Dall’U.S. commercial paper*, cit., p. 85; FAUCEGLIA, *Le polizze*, cit., p. 95.

¹⁷ Sul fenomeno delle accettazioni bancarie SPANO, *Accettazione bancaria*, in *Diz. dir. priv.*, III, *Dir. commerciale e industriale*, a cura di Carnevali, Milano, 1981, p. 3; PISONI-PUDDU, *L’«accettazione bancaria» come forma di finanziamento delle imprese*, Milano, 1977, 19 ss.; CAPRIGLIONE, *Accettazione bancaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1978, I, p. 152; PELIZZI, *Accettazioni bancarie*, cit., p. 130; LIBONATI, *I problemi dell’inquadramento giuridico delle fattispecie esaminate*, in *Operazioni anomale di finanziamento con emissione di titoli. Recente evoluzione della prassi*, a cura di Libonati e Visentini, Milano, 1980, p. 29 ss.; COZZI, *Le accettazioni bancarie e il finanziamento all’impresa*, in *Rass. dir. civ.*, 1985, p. 379; PARTESOTTI, *I titoli all’ordine*, in *Il codice civile, Commentario*, diretto da Schlesinger, Milano, 1991, p. 31; BELLACOSA, *Le accettazioni bancarie*, in *La raccolta non bancaria del risparmio tra il pubblico*, a cura di Fauceglia, Torino, 1996, p. 63.