

Settembre 2020

## Un nuovo strumento di funding per le banche: le cambiali finanziarie

Avv. Corrado Fiscale, Avv. Annalisa Feliciani, Avv. Matteo Scuriatti, dipartimento di International Debt Capital Markets, Hogan Lovells Studio Legale

### 1. Introduzione

La crisi economico-sanitaria in cui ci troviamo ha reso necessari numerosi interventi normativi volti a sostenere le imprese italiane e rilanciare l'economia del Paese. Il principale intervento governativo è stato il cosiddetto "Decreto Rilancio"<sup>1</sup>.

La legge di conversione del Decreto Rilancio<sup>2</sup> ha modificato l'articolo 1, comma 2-bis della Legge 13 gennaio 1994, n. 43 (la "**Legge sulle Cambiali Finanziarie**") eliminando le parole "diverse dalle banche" e consentendo, quindi, anche alle banche di emettere cambiali finanziarie<sup>3</sup>.

Nel 2012 il cd. "*Decreto Sviluppo*"<sup>4</sup> aveva disposto che le cambiali finanziarie potessero essere emesse solamente da società di capitali, società cooperative e mutue assicuratrici diverse dalle banche e dalle micro-imprese. La scelta legislativa si poneva in evidente contrasto con il principio di atipicità delle fonti di raccolta delle banche – secondo cui le banche possono effettuare la raccolta in qualsiasi forma – e aveva, di fatto, limitato l'utilizzo delle cambiali finanziarie sul mercato italiano agli emittenti *corporate*.

La *ratio* di tale divieto – confermato anche dagli interventi normativi successivi al Decreto Sviluppo, anch'essi volti ad incentivare la diffusione dello strumento e la differenziazione dei canali di raccolta delle imprese – è stata individuata nella necessità di mantenere la coerenza con quanto disposto dalla delibera del CICR del 3 marzo 1994

<sup>1</sup> Decreto-legge 19 maggio 2020, n. 34

<sup>2</sup> Vd. il comma 18-quater dell'articolo 27 del Decreto Rilancio (come convertito dalla legge 17 luglio 2020, n. 77) di seguito riportato "*In ragione di quanto previsto al comma 18-ter, all'articolo 1, comma 2-bis, della legge 13 gennaio 1994, n. 43, le parole: «diverse dalle banche» sono soppresse*".

<sup>3</sup> Si osserva come la disposizione in questione sia di difficile lettura ed individuazione sia in considerazione della tecnica legislativa utilizzata (in quanto si tratta di una modifica di poche parole apportata in sede di conversione di un decreto-legge) sia tenendo conto della collocazione sistematica della stessa (l'articolo 27 del Decreto Rilancio contenente tale modifica è infatti dedicato al cd. "Patrimonio Rilancio" di Cassa depositi e prestiti S.p.A.).

<sup>4</sup> Decreto Legge 22 giugno 2012, n. 83, come successivamente modificato in sede di conversione dalla Legge 7 agosto 2012, n. 134.

in cui veniva vietato temporaneamente alle banche l'emissione di cambiali finanziarie. La natura temporanea del divieto sembra rinvenirsi nel regime fiscale di favore allora applicabile alle cambiali finanziarie che, nel caso di emissione da parte delle banche, avrebbe comportato un minor gettito fiscale. A ben vedere, con le numerose modifiche al regime fiscale delle cambiali finanziarie intercorse a partire dal 1994, la *ratio* di un tale divieto sembrava essere venuta meno già nel 2012.

La modifica alla Legge sulle Cambiali Finanziarie prevista dal Decreto Rilancio ha, quindi, il pregio di normalizzare una situazione di evidente anomalia per il sistema bancario italiano (anche rispetto ai principali *competitor* europei), introducendo un'innovazione di notevole interesse per le banche che getta le basi per un nuovo ulteriore sviluppo del mercato domestico delle cambiali finanziarie, che ha finora visto come protagonisti soltanto pochi emittenti *corporate*<sup>5</sup>.

Le cambiali finanziarie, nate come strumento di *shadow banking* per consentire alle imprese di reperire fondi a breve termine senza ricorrere al canale bancario, possono ora essere utilizzate anche dalle banche come strumento di raccolta “ordinario” a breve termine.

## 2. Brevi cenni alle cambiali finanziarie

Le cambiali finanziarie sono titoli di credito emessi in serie riconducibili alla categoria degli “strumenti del mercato monetario”<sup>6</sup> e, in quanto tali, rientrano nella definizione di “strumenti finanziari” di cui al Testo Unico della Finanza<sup>7</sup>.

### 2.1 Le principali caratteristiche

Le principali caratteristiche delle cambiali finanziarie sono le seguenti:

- (a) *Scadenza*: a breve termine, compresa tra 1 mese e 36 mesi dalla data di emissione<sup>8</sup>;
- (b) *Tipologia di emittente*: società di capitali nonché società cooperative e mutue assicuratrici;

---

<sup>5</sup> Principalmente, Cassa depositi e prestiti S.p.A., Finanziaria Internazionale Holding S.p.A. e Generalfinance S.p.A.

<sup>6</sup> Articolo 1, comma 1-*ter*, del Testo Unico della Finanza.

<sup>7</sup> Articolo 1, comma 2, del Testo Unico della Finanza.

<sup>8</sup> Il punto è particolarmente rilevante per gli emittenti bancari in quanto consente di tracciare un confine oggettivo tra le obbligazioni e le cambiali finanziarie. Infatti, ai sensi delle Istruzioni di Vigilanza per le Banche (circolare n. 229 del 21 aprile 1999 di Banca d'Italia, come modificata), le obbligazioni bancarie hanno una durata originaria di almeno 36 mesi (si veda il Titolo V - Capitolo 3 “*Raccolta in Titoli delle Banche*” Sezione II) mentre, come osservato, le cambiali finanziarie hanno una durata massima di 36 mesi.

- (c) *Dematerializzazione*: possono essere emesse in forma dematerializzata, tramite una società autorizzata alla prestazione del servizio di gestione accentrata di strumenti finanziari (ad esempio, Monte Titoli S.p.A.);
- (d) *Titolo esecutivo*: sono equiparate alle cambiali ordinarie per ogni effetto di legge e, conseguentemente, costituiscono titoli esecutivi, consentendo al portatore di promuovere immediatamente l'azione esecutiva.

## 2.2 Disciplina per le società non quotate

L'articolo 1, commi 2-*bis* e ss. della Legge sulle Cambiali Finanziarie prevede il rispetto dei seguenti ulteriori requisiti nel caso in cui l'emittente sia una società non avente titoli rappresentativi del capitale sociale negoziati in mercati regolamentati o non regolamentati ("**società non quotate**"):

- (a) *Tipologia di investitori*: emissione esclusivamente in favore di investitori professionali che non siano soci dell'emittente società non quotata;
- (b) *Certificazione del bilancio*: certificazione dell'ultimo bilancio dell'emittente da parte di un revisore contabile o di una società di revisione;
- (c) *Sponsor*: assistenza da parte di uno *sponsor*<sup>9</sup> nella procedura di emissione e supporto nella fase di collocamento delle cambiali finanziarie;
- (d) *Retention / emissione garantita*: mantenimento nel portafoglio dello *sponsor* fino a scadenza di una quota delle cambiali finanziarie emesse (cd. *retention*); è possibile derogare al requisito di *retention* nel caso in cui sia prestata una garanzia in misura non inferiore al 25% del valore di emissione da parte di una banca, un'impresa di investimento o un Confidi<sup>10</sup>.

---

<sup>9</sup> Ai sensi dell'articolo 1, comma 2-*bis* e ss., della Legge sulle Cambiali Finanziarie, il ruolo di *sponsor* può essere svolto da banche, imprese d'investimento, società di gestione del risparmio (SGR), società di gestione armonizzata e società di investimento a capitale variabile (SICAV), operanti mediante una succursale costituita nel territorio della Repubblica Italiana. Tra le principali attività dello *sponsor* troviamo, inoltre:

i. segnalazione, per ciascun emittente, se l'ammontare di cambiali finanziarie in circolazione emesse dall'emittente è superiore al totale dell'attivo corrente, come rilevabile dall'ultimo bilancio approvato (anche consolidato);

ii. attribuzione di una classificazione all'emittente al momento dell'emissione sulla base di una scala di cinque livelli (ottima, buona, soddisfacente, scarsa e negativa) congiuntamente, nel caso di emissioni garantite, all'attribuzione di una valutazione al livello della relativa garanzia (elevata, normale e bassa). La descrizione della classificazione adottata dallo *sponsor* è resa pubblica.

<sup>10</sup> Ai sensi dell'articolo, comma 2-*quinquies*, della Legge sulle Cambiali Finanziarie.

### 2.3 Derogabilità del requisito dello *sponsor*

La necessità di uno *sponsor* (e dei relativi obblighi di *retention*) è uno dei requisiti che si sono rivelati maggiormente onerosi per gli emittenti e che hanno, di fatto limitato la diffusione dello strumento.

All'art. 1, comma 2-quater, della Legge sulle Cambiali Finanziarie, è previsto che le società diverse dalle “medie e dalle piccole imprese”<sup>11</sup> possono rinunciare alla nomina dello *sponsor*.

Le grandi imprese possono quindi procedere all'emissione di cambiali finanziarie senza nominare uno *sponsor*.

Con riferimento al mondo bancario, la deroga riveste particolare importanza poiché le banche italiane (anche se non quotate) non dovrebbero per la maggior parte rientrare nella definizione di “piccole e medie imprese” e possono quindi rinunciare alla nomina dello *sponsor* e ai relativi obblighi di *retention*.

### 2.4 Documentazione dei programmi di emissione

La documentazione relativa all'emissione di cambiali finanziarie deve consentire la maggiore flessibilità e velocità di esecuzione possibile, anche al fine di poter cogliere eventuali finestre di mercato con tempestività.

Per venire incontro a tale esigenza, le emissioni di cambiali finanziarie sono tipicamente effettuate a valere su programmi di emissione. La costituzione di un programma di emissione risponde ad un'esigenza frequente e/o costante di raccolta a breve termine e consente di emettere cambiali finanziarie su base continuativa, ammortizzando i costi connessi alla singola emissione. Solitamente, i programmi di emissione di cambiali finanziarie prevedono la possibilità di emettere, per la durata del programma, cambiali finanziarie aventi diverse caratteristiche (ad esempio, tipologia di *payout*, eventuale quotazione) che sono determinate al momento dell'emissione e che riflettono le diverse richieste da parte degli investitori. Le emissioni a valere dei programmi avvengono quindi in maniera rapida ed efficiente, velocizzando il processo di emissione rispetto ad un'emissione cd. *stand-alone*, adeguandosi alle variabili e alle esigenze del mercato.

I programmi di emissione di cambiali finanziarie costituiti successivamente al 2012<sup>12</sup>, presentano la seguente architettura documentale, in linea con quella dei programmi di emissioni di titoli a breve termine presenti sul mercato *short term* europeo:

---

<sup>11</sup> Ai sensi della Raccomandazione della Commissione 2003/361/CE del 6 maggio 2003, sono tali le imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera Euro 50 milioni oppure il cui totale di bilancio annuo non supera Euro 43 milioni.

<sup>12</sup> Si vedano i programmi di emissione di cambiali finanziarie costituiti, proprio in quegli anni, dalla Cassa depositi e prestiti S.p.A. e da Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.

- (i) information memorandum: documento informativo che, oltre alle informazioni relative all'emittente e al titolo emesso, contiene il regolamento delle cambiali finanziarie;
- (ii) dealer agreement: contratto che regola i rapporti tra l'emittente, l'arranger ed eventuali dealers;
- (iii) agency agreement: contratto che regola i rapporti tra l'emittente e l'agente per l'emissione dei titoli e i servizi di pagamento ad essi connessi;
- (iv) security package: eventuali garanzie costituite a beneficio dei portatori delle cambiali finanziarie;
- (v) contractual terms: documento predisposto in occasione della specifica emissione che contiene le caratteristiche finanziarie dei titoli;
- (vi) subscription agreement: documento predisposto in occasione della specifica emissione che contiene la conferma della sottoscrizione dei titoli da parte dei relativi investitori.

### 3. Il regime fiscale

Un breve accenno deve essere fatto anche al regime fiscale delle cambiali finanziarie. In particolare, gli interessi e gli altri proventi generati dalle cambiali finanziarie possono alternativamente essere soggetti:

- alla ritenuta alla fonte del 26% di cui all'articolo 26 del Decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600; ovvero
- all'imposta sostitutiva del 26% di cui all'articolo 2 del Decreto Legislativo 1 aprile 1996, n. 239,

in funzione della natura dell'emittente, delle caratteristiche dello strumento o, ancora, delle caratteristiche del sottoscrittore.

Per le cambiali finanziarie emesse dalle banche, trova applicazione il regime dell'imposta sostitutiva di cui al D. Lgs. n. 239/1996. Per gli investitori c.d. "nettisti" gli interessi ed i proventi generati dalle cambiali finanziarie saranno pertanto soggetti all'imposta sostitutiva del 26%, mentre gli investitori esteri potranno beneficiare di un regime di esenzione dalla predetta imposta sostitutiva a condizione che ricadano in una delle categorie previste dall'art. 6 del medesimo decreto. Più precisamente, potranno beneficiare del citato regime di esenzione i sottoscrittori esteri che:

- siano i beneficiari effettivi dei relativi redditi di capitale e siano residenti in Stati o territori che consentono un adeguato scambio di informazioni, c.d. Stati "white list";

- si qualificano come “investitori istituzionali esteri”, ancorché privi di soggettività tributaria, costituiti nei c.d. Stati “white list”;
- siano enti od organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia;
- siano Banche centrali o organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato.

Quanto al regime delle imposte d’atto, l’articolo 6, Parte I dell’Allegato A della Tariffa al D.P.R. n. 642/1972 assoggetta le cambiali finanziarie all’imposta di bollo dello 0,01%. Tuttavia, va ricordato che il *Decreto Sviluppo* ha introdotto una speciale esenzione da detta imposta d’atto per le cambiali finanziarie emesse in forma dematerializzata ai sensi dell’art. 1-bis della Legge sulle Cambiali Finanziarie, facendo comunque salva l’esecutività del titolo.

#### 4. Altri Aspetti importanti per gli investitori

Il mercato *short term* europeo è tipicamente caratterizzato da titoli a breve termine (“*European commercial papers*” o “**ECP**”) regolati dal diritto inglese, rappresentati da certificati globali (*global certificates*)<sup>13</sup> ed accentrati presso depositari centrali internazionali (solitamente, Euroclear e Clearstream).

Tale mercato presenta un grado di standardizzazione elevato proprio per soddisfare le esigenze di speditezza del mondo *short term*. Trattandosi di caratteristiche standard, sono solitamente ricercate dagli investitori internazionali. Alcune banche italiane sono da tempo presenti in tale mercato e hanno predisposto programmi di emissione di ECP tramite le proprie filiali estere.

Anche le cambiali finanziarie di diritto italiano sono state riconosciute nel mercato *short term* europeo: i relativi programmi di emissione sono stati predisposti coerentemente con le caratteristiche dei programmi presenti su tale mercato, soddisfacendo in tal modo le richieste e le aspettative degli investitori.

Analizziamo qui di seguito i principali requisiti richiesti dagli investitori sul mercato *short term* europeo.

##### 4.1 Step Label

Lo STEP Label è una “certificazione di qualità” delle emissioni di ECP nel mercato europeo. L’iniziativa STEP (*Short-Term European Paper*) ha consentito la definizione

---

<sup>13</sup> I *global certificates* rappresentano una forma di dematerializzazione “parziale” che attiene esclusivamente al regime di circolazione del titolo ma non anche alla rappresentazione e forma dello stesso. Diversamente, nel caso della dematerializzazione “pura”, tipica del mercato italiano (e dell’operatività di Monte Titoli), le cambiali finanziarie sono rappresentate da scritture contabili su registri elettronici intestati ai soggetti operanti con Monte Titoli.

della principale convenzione di mercato (la STEP Market Convention) per tutti gli strumenti finanziari *short term* (ivi incluse le cambiali finanziarie), finalizzata ad incentivare la creazione di un mercato europeo uniforme per tali strumenti e ad incrementare le opportunità di diversificazione per emittenti e investitori.

La STEP Market Convention individua i requisiti che i programmi di emissione di strumenti finanziari *short term* devono soddisfare affinché possano essere considerati *STEP compliant* ed ottenere quindi lo STEP Label. Si tratta di una attestazione di conformità dello strumento ai requisiti STEP che resta valida fintanto che non viene revocata e viene aggiornata su base triennale, fermi restano alcuni obblighi informativi (come ad esempio l'invio delle relazioni finanziarie su base annuale).

L'adesione alla STEP Market Convention è facoltativa e rimessa alla discrezionalità dell'emittente. Tuttavia, nella prassi, gli emittenti di strumenti *short term* che vogliono accedere al mercato europeo richiedono il rilascio dello STEP Label in quanto, come detto, rappresenta una "certificazione di qualità" per gli investitori.

#### **4.2 Operazioni di politica monetaria con la BCE**

Le cambiali finanziarie possono essere utilizzate nelle operazioni di rifinanziamento con la Banca Centrale Europea ("BCE"), subordinatamente al rispetto dei criteri di eleggibilità previsti dai relativi *framework* regolamentari (incluso il rispetto del requisito minimo del rating *investment grade*).

In particolare, le cambiali finanziarie possono essere utilizzate, tra l'altro, nell'ambito dei programmi di rifinanziamento della BCE "a più lungo termine" cd. *Targeted Longer-term Refinancing Operations* o *TLTROs*<sup>14</sup>.

Si tratta di un aspetto particolarmente rilevante per gli investitori che accedono regolarmente alle operazioni di politica monetaria con l'eurosistema.

#### **4.3 Quotazione**

Un'ulteriore caratteristica degli strumenti presenti sul mercato *short term* europeo è la quotazione degli stessi sui principali mercati europei, che consente di ottenere una maggiore liquidità e visibilità dello strumento.

In Italia, tali strumenti possono essere negoziati sul sistema multilaterale di negoziazione ExtraMOT di Borsa Italiana e, in particolare, sul Segmento Professionale o sul segmento

---

<sup>14</sup> Si segnala che gli emittenti bancari sono esclusi dai programmi di acquisto "definitivi" ricompresi nel cd. *Asset Purchase Programme* e, in particolare, del cd. *Corporate Sector Purchase Programme* o CSPP in quanto tali programmi, la cui portata è stata ampliata a partire da marzo 2020 nell'ambito delle misure volte a contrastare la crisi economico-sanitaria da Covid19, sono riservati a cambiali finanziarie emesse da soggetti non "financial".

ExtraMOT PRO3, a seconda delle caratteristiche dell'emissione e/o della tipologia di emittente.

A tal riguardo, si segnala che, in linea con lo standard europeo, anche Borsa Italiana riconosce la tempistica di aggiornamento della documentazione di emissione prevista dalla STEP Market Convention. Di conseguenza, nel caso il programma di cambiali finanziarie abbia ottenuto lo STEP Label, il documento di ammissione richiesto ai fini della quotazione delle cambiali finanziarie può essere aggiornato su base triennale consentendo, in tal modo, all'emittente di gestire in modo efficiente il processo di aggiornamento del proprio programma, minimizzando i relativi costi.

Nel caso di quotazione delle cambiali finanziarie, si rammenta l'applicabilità della normativa relativa agli abusi di mercato (Regolamento UE 596/2014, "MAR") e dei relativi obblighi informativi, fermo restando che tali obblighi sono meno stringenti nel caso di quotazione su un sistema multilaterale di negoziazione quale l'ExtraMOT rispetto a quelli previsti nel caso di quotazione su un mercato regolamentato.

#### **4.4 Computabilità ai fini MREL**

Le cambiali finanziarie, qualora abbiano una scadenza residua superiore all'anno, possono essere computate nel calcolo del requisito MREL (*Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities*).

Si tratta di un aspetto particolarmente rilevante per le banche dal momento che, come noto, la computabilità ai fini del requisito MREL è possibile per i titoli retti dalla legge di uno Stato membro dell'Unione Europea e, successivamente alla cd. Brexit, tale circostanza ha fatto emergere per gli emittenti bancari italiani tematiche di computabilità ai fini del requisito MREL per gli strumenti finanziari retti dal diritto inglese. In particolare, successivamente alla Brexit molte banche italiane hanno manifestato l'esigenza di assoggettare i propri strumenti di raccolta al diritto italiano<sup>15</sup>.

In questo senso, l'apertura del mercato delle cambiali finanziarie rette dal diritto italiano ed emesse ai sensi della Legge sulle Cambiali Finanziarie può essere di utilità per gli emittenti bancari. A tal riguardo, si segnala, tuttavia, l'incompatibilità del requisito di durata dello strumento prevista ai fini del requisito MREL (ovvero scadenza residua superiore a un anno) rispetto a quanto previsto ai fini dell'ottenimento dello STEP Label (ovvero durata dello strumento non superiore ad un anno). Pertanto, qualora le banche intendano emettere cambiali finanziarie ai fini della computabilità MREL, tali titoli non potranno beneficiare dello STEP Label.

---

<sup>15</sup> In particolare, molti emittenti bancari italiani hanno introdotto nei propri programmi di emissione di strumenti a medio-lungo termine (cd. *EMTN programmes*) la possibilità di emettere anche titoli disciplinati dalla legge italiana.

## 5. Considerazioni conclusive

Il mercato domestico delle cambiali finanziarie è nato nel 2012 con il Decreto Sviluppo, che ha dato nuovo vigore all'emissione di tali strumenti da parte di soggetti *corporate* (ad esclusione delle banche).

Tale mercato non è stato finora particolarmente florido e vi hanno fatto ricorso principalmente società di grandi dimensioni, con un'indubbia reputazione sul mercato dei capitali.

Le piccole e medie imprese italiane non sono riuscite ad accedere a tale mercato a breve termine in quanto (i) dovevano rispettare requisiti più stringenti (ad es. la nomina dello *sponsor* e la *retention*) imposti dalla Legge sulle Cambiali Finanziarie e (ii) non soddisfacevano le aspettative degli investitori in ECP sulla qualità e solidità degli emittenti.

Con la legge di conversione del Decreto Rilancio si è ora permesso anche alle banche (soggetti vigilati, con una solidità più elevata rispetto ad un *corporate*) di emettere cambiali finanziarie.

Il ricorso a questo strumento di raccolta può portare diversi vantaggi agli emittenti bancari, ulteriori rispetto alla semplice diversificazione degli strumenti di raccolta. Gli operatori di mercato sono da tempo preparati ad accogliere lo sviluppo del mercato e la diffusione delle cambiali finanziarie. Sin dalla costituzione dei primi programmi di emissione *corporate*, i principali operatori hanno dimostrato di credere nello sviluppo di questo mercato creando le infrastrutture necessarie e risolvendo nel tempo anche alcuni problemi operativi riscontrati nella prassi, principalmente legati alla novità dello strumento.

Auspichiamo che tale nuova opportunità per le banche possa soddisfare le richieste e le aspettative degli investitori in ECP e consentire finalmente lo sviluppo di un mercato di cambiali finanziarie in Italia.