

Aprile 2014

## **Le innovazioni in materia di finanza aziendale a seguito dei “Decreti Crescita” – i mini-bond e le cambiali finanziarie**

*Avv. Eleonora Forcignanò e Avv. Corrado Ghielmi, Studio Legale Atrigna & Partners\**

### **1. Introduzione**

Come noto, recentemente, il legislatore è intervenuto con ripetute modifiche sulla disciplina civilistica e fiscale che riguarda l’emissione da parte di specifici soggetti, come di seguito individuati, di obbligazioni, titoli similari e cambiali finanziarie<sup>1</sup> (i “Titoli”).

Gli interventi in parola sono principalmente costituiti dai due “Decreti Crescita” del 2012 e dal “Decreto destinazione Italia” del 2013<sup>2</sup> (i “Decreti”) e hanno avuto lo scopo di rimuovere gli ostacoli all’accesso alla sollecitazione al mercato dei capitali da parte di emittenti finora esclusi, come le imprese non quotate anche di media e piccola dimensione (di seguito anche “PMI”), così come individuate dalla Raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE del 6 maggio 2003<sup>3</sup>.

---

\* Per massima parte, i capitoli 1, 5 e 6 sono riconducibili all’Avv. Eleonora Forcignanò e i capitoli 2, 3 e 4 sono riconducibili all’Avv. Corrado Ghielmi. Le conclusioni (capitolo 7) sono riconducibili ad entrambi gli Autori.

<sup>1</sup> I titoli similari, cui si fa riferimento, sono i titoli di debito caratterizzati da una partecipazione all’andamento economico della S.p.A. emittente, di cui all’art. 2411 c.c., e i titoli di debito che possono essere emessi dalle srl ai sensi dell’art. 2483 c.c..

Si precisa, come si vedrà meglio *infra*, che i Titoli sono qualificati come strumenti finanziari ai sensi dell’art. 1, comma 2, lett. a) del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), ossia come Valori mobiliari. Per approfondimenti di carattere definitorio D’ERAMO, ARTALE, *Strumenti Finanziari e regole MiFID*, Del Bene (a cura di) Milano, 2009, p. 133, dove le cambiali finanziarie vengono identificate con le *commercial papers* e qualificate quindi come “strumenti del mercato monetario, ai sensi dell’art. 1, comma 2, lett. b) del TUF.

<sup>2</sup> Gli interventi citati sono rappresentati dall’art. 32 del Decreto Legge 22 giugno 2012, n. 83 (cd. “Decreto Crescita”), come modificato dalla legge di conversione del 7 agosto 2012, n. 134, dall’art. 36 del Decreto Legge del 18 ottobre 2012, n. 179 (cd. “Decreto Crescita bis”), come modificato dalla legge di conversione del 17 dicembre 2012, n. 221, dall’art. 12 del Decreto Legge del 23 dicembre 2013, n. 145 (Decreto Destinazione Italia), come modificato dalla legge di conversione del 21 febbraio 2014, n. 9.

<sup>3</sup> Ai sensi della Raccomandazione, “la categoria delle microimprese, delle piccole imprese e delle medie imprese (PMI) è costituita da imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio non supera i 43 milioni di euro. Nella categoria delle PMI si definisce piccola impresa un’impresa che occupa meno di 50 persone e realizza un fatturato

L'obiettivo perseguito dal legislatore è stato quello di indirizzare gli investitori italiani, finora interessati prevalentemente solo ai grandi emittenti quotati, italiani ed esteri, verso una nuova *asset class*, rappresentativa delle PMI italiane (*rectius* dei Titoli emessi dalle PMI italiane), le quali possono quindi iniziare a godere di uno strumento alternativo al credito bancario per finanziare direttamente la propria attività.

In altri termini, negli intenti del legislatore nazionale, un universo composto da circa 15.000 imprese italiane, potrà essere – a seguito dell'entrata in vigore delle riforme – visibile da un'ampia platea di investitori nazionali e internazionali, il cui interesse verso tali imprese è ora agevolato dalla loro equiparazione sotto il profilo fiscale alle grandi imprese quotate.

Le considerazioni di carattere economico poste alla base degli accennati interventi riformatori sono incentrate prevalentemente sulla rilevazione di una notevole inflessione della produttività delle imprese italiane<sup>4</sup>, registrata negli ultimi 7-8 anni in conseguenza della crisi che dal sistema finanziario si è via via trasmessa all'economia reale, che ha prodotto, oltre ad una riduzione degli utili, anche una corrispondente riduzione della capacità delle imprese di auto finanziarsi, con conseguente aumento della ricerca di fondi esterni al fine di soddisfare il proprio fabbisogno finanziario. Tale ricerca, soddisfatta in questi anni dal sistema bancario, anche in misura non proporzionale ai presupposti economici (investimenti, produzione)<sup>5</sup> della stessa, ha portato ad una progressiva riduzione della qualità del credito, sempre più a rischio e, complice un irrigidimento dei parametri di patrimonializzazione delle banche imposti dalle autorità di vigilanza<sup>6</sup>, ad una restrizione della concessione del credito bancario alle imprese<sup>7</sup>.

Per offrire quindi a queste ultime un canale alternativo a quello bancario per finanziare la produzione, il governo ha quindi varato delle misure atte a permettere anche alle PMI non quotate di aprirsi al mercato dei capitali.

Ciò nondimeno, occorre rilevare che gli strumenti di supporto alle PMI varati dal governo non sono o non possono essere intesi come degli aiuti economici ad aziende in crisi, ma come un'opportunità ulteriore di finanziamento per aziende con precisi

---

*annuo o un totale di bilancio annuo non superiori a 10 milioni di euro. Nella categoria delle PMI si definisce micro impresa un'impresa che occupa meno di 10 persone e realizza un fatturato annuo o un totale di bilancio annuo non superiore a 2 milioni di euro”.*

<sup>4</sup> Cfr. CALUGI, PAGLIETTI (Camera di commercio di Milano e Consorzio Camerale per il credito e la finanza), *I mini-bond - Istruzioni per l'uso*, p. 5 ss., reperibile al seguente indirizzo: [http://www.consorzio camerale.eu/writable/documenti/DOC\\_20140305112625.pdf](http://www.consorzio camerale.eu/writable/documenti/DOC_20140305112625.pdf)

<sup>5</sup> I mezzi finanziari di cui un'impresa ha bisogno per lo svolgimento dell'attività produttiva dipendono fondamentalmente da un disallineamento temporale tra l'uscita degli stessi, legata all'acquisto dei fattori produttivi, e la vendita dei prodotti, con il recupero degli investimenti effettuati.

<sup>6</sup> Si veda il Provvedimenti del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, reperibili sul sito: [http://www.bis.org/list/bcbs/lang\\_it/index.htm](http://www.bis.org/list/bcbs/lang_it/index.htm).

<sup>7</sup> FIRPO, *I mini Bond e la riforma del decreto Destinazione Italia*, Ministero dello sviluppo economico, 4 marzo 2014, reperibile sul sito: <http://www.confindustriasi.it/files/FIRPO%20-%20Ministero%20Sviluppo%20Economico.pdf>.

programmi di sviluppo, che scontano difficoltà nell'accesso al credito a causa del settore in cui si trovano ad operare, ovvero caratterizzate da scarsa patrimonializzazione, o ancora caratterizzate da fatturati ancora troppo contenuti.

Ebbene, le misure adottate dal legislatore per raggiungere il sopra esposto obiettivo, che hanno – come detto – ad oggetto l'emissione da parte delle PMI non quotate, di strumenti di debito a breve termine (cambiali finanziarie) e a medio-lungo termine (obbligazioni e titoli simili), anche a contenuto subordinato e/o partecipativo, sono in sintesi le seguenti:

- eliminazione dei limiti previsti dall'art. 2412 del c.c. (doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili) alle emissioni obbligazionarie (quotate) da parte delle S.p.A. non quotate;
- estensione a tutte le PMI non quotate che emettono titoli di debito, come sopra individuati, delle seguenti agevolazioni fiscali:
  - a) deducibilità degli interessi passivi secondo le regole previste per le società quotate, a condizione che i titoli siano quotati sui mercati regolamentati o sui sistemi multilaterali di negoziazione dei Paesi dell'Unione Europea o dello Spazio Economico Europeo inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell'art. 168-*bis* del Testo Unico delle Imposte sui redditi (il cd. "TUIR") approvato con Decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917 (la cd. "*White list*")<sup>8</sup>, ovvero siano sottoscritti da investitori qualificati<sup>9</sup> che non detengano più del 2% del capitale o del patrimonio dell'emittente e il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in stati che consentono adeguati scambi di informazioni<sup>10</sup>;

---

<sup>8</sup> Cfr. Circolare Agenzia delle Entrate del 6 marzo 2013, n. 4/E, dove è chiarito che la cd. *White list* si riferisce all'elenco dei paesi e territori contenuto nel Decreto Ministeriale del 4 settembre 1996 come successivamente modificato e integrato dai Decreti Ministeriali del 25 marzo 1998, del 16 dicembre 1998, del 17 giugno del 1999, del 20 dicembre 1999, del 5 ottobre 2000, del 14 dicembre 2000, del 27 luglio 2010 e dell' 11 gennaio 2013. Tale elenco comprende, tra gli altri, gli Stati membri della Unione Europea o aderenti all'Accordo sullo Spazio Economico Europeo (SEE) e gli Stati che comunque consentono uno scambio di informazioni in materia fiscale, al fine di contrastare comportamenti elusivi delle norme.

<sup>9</sup> Per investitori qualificati devono intendersi quelli di cui all'art. 100 del d.lgs. 58/1998, ovvero i soggetti individuati all'art. 26 del Regolamento Intermediari, adottato con delibera Consob 29 ottobre 2007, n. 16190. Si tratta dei clienti che possiedono l'esperienza, la conoscenza e la competenza necessarie per prendere decisioni di investimento consapevoli e per valutare correttamente i rischi assunti. Tra questi, rientrano di diritto i soggetti operanti nei mercati finanziari (quali banche, SIM, organismi di investimento collettivo, imprese di assicurazione, fondi pensione) e le imprese di grandi dimensioni. Per un approfondimento si veda *infra*.

<sup>10</sup> La deducibilità degli interessi passivi prevista dall'art. 32 del Decreto Crescita incontra tuttavia un limite nell'art. 96 del TUIR, che non è derogato dal primo e quindi continua ad applicarsi, il quale prevede che gli interessi passivi sono deducibili fino a concorrenza degli attivi e proventi assimilati e l'eventuale eccedenza è deducibile nel limite del 30% del risultato operativo lordo della gestione caratteristica, salvo alcune eccezioni.

- b) deducibilità delle spese sostenute dall'emittente per l'emissione dei titoli nell'esercizio in cui sono state sostenute, indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio;
- estensione per i sottoscrittori dei titoli del beneficio dell'esenzione della ritenuta alla fonte del 20% su interessi e altri proventi di titoli negoziati su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di stati membri UE o di paesi in *White list*, allo scopo di evitare una doppia imposizione. In altri termini, gli interessi relativi alle obbligazioni e alle cambiali finanziarie non subiscono la ritenuta del 20% contemplata dall'art. 26, comma 1, del DPR 29 settembre 1973, n. 600, ma sono soggetti al regime dei titoli dei cd. grandi emittenti di cui al decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239, che prevede l'applicazione di un'imposta sostitutiva con aliquota del 20% se il percipiente è una persona fisica o un ente o società non commerciale (cd. "nettista"), ovvero l'esenzione anche da detta imposta se il percipiente è una società o un ente commerciale o un soggetto residente all'estero, purché in un Paese della *White list* (cd. "lordista");
  - introduzione di una disciplina fiscale specifica per le obbligazioni partecipative subordinate, ossia le obbligazioni che prevedono una remunerazione costituita in quota parte dalla partecipazione agli utili e una clausola di subordinazione rispetto al soddisfacimento degli altri creditori dell'emittente. La novità in termini fiscali consiste nella deducibilità nell'esercizio di competenza della quota parte della remunerazione variabile correlata all'utile di esercizio, ciò in deroga a quanto previsto dagli artt. 107 e 109, comma 9, del TUIR.

In seconda battuta, e precisamente con il "Decreto Destinazione Italia", il legislatore è intervenuto con ulteriori misure volte ad incentivare le forme di finanziamento alternative al sistema bancario per le PMI, che possono sintetizzarsi come segue:

- estensione del regime fiscale agevolato dell'imposta sostitutiva, pari allo 0,25% da calcolarsi sull'importo delle obbligazioni collocate, anche alla costituzione di garanzie di qualunque tipo e da chiunque prestate in relazione alle operazioni di finanziamento strutturate come emissioni di obbligazioni o titoli simili alle obbligazioni, da chiunque sottoscritte, alle loro eventuali surroghe, sostituzioni, postergazioni, frazionamenti e cancellazioni anche parziali, comprese le cessioni di credito effettuate in relazione alle emissioni obbligazionarie, ai trasferimenti di garanzie anche conseguenti alla cessione di obbligazioni, nonché alla modifica o estinzione delle stesse;
- estensione anche alle obbligazioni a medio-lungo termine delle possibilità di beneficiare della costituzione, quale garanzia reale, del privilegio speciale su determinati beni aziendali, purché tali obbligazioni siano sottoscritte da investitori qualificati e siano destinate alla circolazione presso tali investitori;

- estensione dell'esenzione dalla ritenuta d'acconto del 20% sugli interessi e sui proventi relativi alle obbligazioni, titoli simili e cambiali finanziarie corrisposti a organismi di investimento collettivo in valori mobiliari le cui quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati e il cui patrimonio sia investito prevalentemente in tali obbligazioni, titoli o cambiali finanziarie;
- estensione della rosa degli investitori destinatari delle emissioni dei titoli in parola, ricomprendendo anche le imprese di assicurazione ed i fondi pensione. In particolare, è previsto che le obbligazioni, i titoli simili e quote di fondi che investono in tali titoli siano ricompresi tra gli attivi a copertura delle riserve tecniche assicurative<sup>11</sup> e compatibili con le disposizioni in materia di limiti di investimento dei fondi pensione.

Da quanto sopra esposto emerge che il requisito della quotazione rappresenta la condizione principale affinché le emissioni di titoli di debito da parte delle PMI beneficino delle sopraesposte agevolazioni fiscali, sintetizzabili nella deducibilità degli interessi passivi, nell'esenzione della ritenuta sugli interessi passivi e nella deducibilità dei costi di emissione, varate dal governo al fine di equiparare, sia dal lato dell'emittente, sia dal lato del sottoscrittore, queste emissioni a quelle delle società quotate.

Al riguardo, si precisa che l'Agenzia delle Entrate<sup>12</sup> ha chiarito che il requisito della quotazione deve essere verificato al momento dell'emissione delle obbligazioni, dei titoli simili e delle cambiali finanziarie analogamente a quanto previsto con riferimento al requisito della quotazione delle azioni delle società per azioni<sup>13</sup>. Pertanto, qualora in un momento successivo all'emissione di tali titoli, gli stessi perdano il requisito della quotazione (*delisting*), agli interessi e altri proventi da essi derivanti continuerà ad applicarsi il regime di deducibilità di cui all'art. 96 del TUIR.

Gli strumenti su è intervenuto il legislatore con i Decreti sono, in buona sostanza, i seguenti:

- a) le cambiali finanziarie;
- b) obbligazioni emesse dalle società per azioni;
- c) obbligazioni i titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata.

---

<sup>11</sup> L'Istituto di Vigilanza sulle Assicurazioni Private (IVASS) con comunicazione in data 23 gennaio 2014 ha annunciato l'intenzione di dar seguito al disposto del Decreto Destinazione Italia con delle modifiche degli artt. 17 e 23 del Regolamento 36/2011, riguardanti rispettivamente le gestioni vita e danni, operative in ogni caso per gli investimenti a copertura al primo trimestre 2014. Al momento in cui si scrive, le modifiche al Regolamento citate non sono ancora state rese pubbliche.

<sup>12</sup> Cfr. Circolare Agenzia delle Entrate n. 4/E del 6 marzo 2013.

<sup>13</sup> Cfr. Circolare Agenzia delle Entrate n. 306 del 23 dicembre 1996.

## 2. La disciplina delle cambiali finanziarie

Entrando più nello specifico della novella oggetto del presente commento giova, *in primis*, trattare brevemente delle cambiali finanziarie. Tale strumento era stato già introdotto nell'ordinamento nazionale con la legge 13 gennaio 1994, n. 43 ed ha costituito, almeno fino alla riforma del diritto societario del 2003<sup>14</sup>, l'unico strumento di raccolta di capitali tra il pubblico da parte delle società a responsabilità limitata, stante il divieto assoluto per queste ultime di collocare presso i risparmiatori il proprio capitale di rischio (quote che, per espressa previsione del codice civile<sup>15</sup>, non potevano – e non possono tutt'ora – essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari) e di debito<sup>16</sup>.

Tali strumenti erano stati concepiti per sopperire ad esigenze di liquidità di breve/brevissimo periodo delle aziende avendo una scadenza tra i tre ed i dodici mesi. La struttura pensata era quella del classico vaglia/pagherò cambiario – con le stesse indicazioni previste dall'art. 100 della legge cambiaria<sup>17</sup>, la denominazione “cambiale finanziaria” e l'indicazione dei proventi in qualunque forma pattuiti – incorporante una promessa di pagare una somma di denaro da parte dell'emittente<sup>18</sup>. Come già sottolineato la funzione era quella di un finanziamento d'impresa rivolto al pubblico. Per tale ragione la cambiale finanziaria doveva essere emessa in serie all'interno di un ammontare complessivo predeterminato, costituendo così una frazione omogenea di un'operazione collettiva. Per rendere più snello lo strumento e favorirne la circolazione lo stesso poteva essere girato esclusivamente con la clausola “senza garanzia” o equivalenti si da evitare al girante di incorrere nella responsabilità cartolare.

L'art. 1, comma 3 della l. 43/1994 stabilisce come l'emissione di cambiali finanziarie costituisca una forma di raccolta del risparmio tra il pubblico che, quindi, è soggetta alle prescrizioni di cui al d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (il cd. “Testo Unico Bancario”, di seguito il “TUB”) e, come disciplina di secondo livello, dalla Deliberazione del Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio del 19 luglio 2005, n. 1058<sup>19</sup>

---

<sup>14</sup> Attuata con il decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6.

<sup>15</sup> Trattasi dell'art. 2468 c.c..

<sup>16</sup> Prima della riforma del diritto societario del 2003 infatti l'art. 2486 c.c. vietava l'emissione di obbligazioni.

<sup>17</sup> Trattasi dei seguenti elementi: 1) la denominazione del titolo inserita nel contesto ed espressa nella lingua in cui esso è redatto; 2) la promessa incondizionata di pagare una somma determinata; 3) l'indicazione della scadenza; 4) l'indicazione del luogo di pagamento; 5) il nome di colui al quale o all'ordine del quale deve farsi il pagamento; 6) l'indicazione della data e del luogo in cui la cambiale finanziaria è emessa; 7) la sottoscrizione dell'emittente; 8) l'indicazione del luogo e della data di nascita ovvero del codice fiscale dell'emittente.

<sup>18</sup> Tale strumento non poteva essere invece strutturato come una cambiale tratta, ovvero sia come un ordine di pagamento rivolto a terzi.

<sup>19</sup> L'articolo 3 della Deliberazione CICR prevede infatti definisce gli strumenti finanziari di raccolta del risparmio che sono costituiti dalle obbligazioni, dai titoli di debito e dagli altri strumenti finanziari che, comunque denominati, e a prescindere dall'eventuale attribuzione di diritti amministrativi, contengono un obbligo di rimborso.

(di seguito “Deliberazione CICR”) e dalle Istruzioni di vigilanza sulle banche (nella parte dedicata alla raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche)<sup>20</sup>. La Deliberazione CICR, in particolare, pone dei limiti all’importo complessivo delle emissioni in strumenti finanziari di raccolta (obbligazioni, cambiali finanziarie e gli altri strumenti con obbligo di rimborso) che sono, per le società per azioni (di seguito anche “S.p.A.”), in accomandita per azioni (di seguito anche “S.A.P.A.”) e per le società cooperative (cui si applicano le norme sulle società per azioni), quelli previsti per l’emissione di obbligazioni di cui all’art. 2412 c.c., mentre per le società a responsabilità limitata (di seguito anche “srl”) e per le cooperative (cui si applicano le norme sulle società a responsabilità limitata) quelli di cui agli articoli 2483 e 2526 del codice civile. Viene altresì previsto che gli strumenti finanziari di raccolta diversi dalle obbligazioni (quindi, di fatto, le cambiali finanziarie ed i titoli di debito emessi dalle srl e dalle società cooperative) con esclusione di quelli destinati alla quotazione in mercati regolamentati emessi da società con azioni quotate in mercati regolamentati sono emessi con un taglio minimo unitario non inferiore a 50.000 euro<sup>21</sup>.

I Decreti hanno previsto alcune novità sulla materia. In particolare è stata prevista una delimitazione di tipo soggettivo a coloro che possono emettere cambiali finanziarie, ovvero società di capitali (S.p.A., srl e S.A.P.A.), società cooperative e mutue assicuratrici che non siano banche o microimprese. Né la l. 43/1994 né la novella si sono pronunciate in merito all’organo competente a deliberare l’emissione dello strumento in parola. Si ritiene però che la soluzione, adottata in seguito alla riforma societaria del 2003, di assegnare all’organo amministrativo la decisione in merito all’emissione del prestito obbligazionario si possa analogicamente estendere anche con riferimento alle cambiali finanziarie<sup>22</sup>. Trattasi infatti di strumenti che il regolatore, come visto precedentemente, assimila alle obbligazioni<sup>23</sup>. I Decreti in parola modificano anche la durata dello strumento sia nel minimo – abbassandola ad un mese – che nel massimo – alzandola a trentasei mesi –.

Viene fatta poi una distinzione tra società quotate (*rectius* che hanno titoli rappresentativi di capitale negoziati in mercati regolamentati e non regolamentati) e società non quotate: la *ratio* che si coglie è che essendo queste ultime mediamente meno trasparenti (infatti non hanno gli stessi obblighi di *disclosure* verso il pubblico imposti

---

<sup>20</sup> Le istruzioni di vigilanza di Banca d’Italia prevedono delle integrazioni al contenuto delle cambiali finanziarie prescrivendo l’indicazione di informazioni attinenti alla denominazione, all’oggetto e alla sede dell’impresa emittente con l’ufficio del registro delle imprese presso il quale l’emittente è iscritto. Deve essere altresì indicato il capitale sociale versato ed esistente al momento dell’emissione, l’ammontare complessivo dell’emissione di cui la garanzia fa parte e, in caso di garanzia, l’identità del garante e l’ammontare della garanzia.

<sup>21</sup> L’identità del garante e l’ammontare della garanzia devono essere indicati tanto sugli strumenti finanziari di raccolta che sui registri ad essi relativi.

<sup>22</sup> Nello stesso modo si veda ASSONIME, *Le innovazioni sulla finanza d’impresa: cambiali finanziarie, obbligazioni subordinate e partecipative*, Circolare 16 dicembre 2013, n. 39, p. 15.

<sup>23</sup> Infatti si tratta di strumenti tutti ricompresi sotto l’alveo degli strumenti finanziari di raccolta di cui alla Delibera CICR.

per le *listed companies*) e meno capitalizzate si rendono necessarie cautele maggiori per evitare rischi di eventuali insolvenze. Tre infatti sono le condizioni per l'emissione delle cambiali da parte di società non quotate: la presenza di uno *sponsor*, l'obbligo di revisione, da parte di un revisore contabile o di una società di revisione, almeno dell'ultimo bilancio e la necessaria sottoscrizione (delle cambiali finanziarie) da parte esclusivamente di investitori professionali.

L'emissione deve essere assistita da uno *sponsor*<sup>24</sup>, il quale è una sorta di garante dell'emittente che lo assiste nella procedura di emissione e lo supporta nell'attività di collocamento. Al momento dell'emissione tale soggetto deve classificare l'emittente distinguendo almeno cinque categorie di qualità creditizia (ottima, buona, soddisfacente, scarsa, negativa) che deve essere, tra l'altro, messa in relazione, per le emissioni garantite, con i tre livelli di garanzia previsti (garanzia elevata, normale e bassa). Esso deve inoltre mantenere fino a scadenza una quota (decescente rispetto al valore dell'emissione<sup>25</sup>) delle cambiali finanziarie fino alla naturale scadenza.

Lo *sponsor* deve infine segnalare se l'ammontare delle cambiali finanziarie in circolazione è superiore al totale dell'attivo corrente: tale valore comunque non costituisce un limite quantitativo<sup>26</sup> all'emissione delle cambiali medesime<sup>27</sup>.

Le cambiali finanziarie devono poi essere sottoscritte e girate esclusivamente a favore di investitori professionali che non siano, direttamente o indirettamente, soci della società<sup>28</sup>. Non si rinviene, né nella legge sulle cambiali finanziarie né nel codice civile alcuna norma che definisca il concetto di investitore professionale. Per vero negli articoli 2412 e 2483 c.c. vi è una menzione degli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, ancora una volta però senza alcuna definizione di portata generale.

---

<sup>24</sup> Possono assumere il ruolo di *sponsor* soggetti "qualificati" quali banche, imprese di investimento, SGR, SICAV e le società armonizzate con succursale costituita in Italia (così articolo 1, comma 2-*bis* lett. a) della l. 43/1994).

<sup>25</sup> La quota deve essere non inferiore al 5% del valore di emissione dei titoli per le emissioni fino a cinque milioni di euro, al 3% del valore di emissione dei titoli eccedente cinque milioni di euro e fino ai dieci milioni e al 2% sulla somma eccedente i 10 milioni. Non sussiste l'obbligo per lo *sponsor* in ordine al mantenimento di una quota in portafoglio nel caso in cui l'emissione sia assistita, in misura non inferiore al 25% del valore dell'emissione, da garanzie prestate da una banca, da un'impresa di investimento ovvero da un consorzio di garanzia collettiva fidi.

<sup>26</sup> Come visto i limiti quantitativi seguono quelli previsti per le emissioni obbligazionarie delle S.p.A. e delle srl che verranno analizzati *infra*.

<sup>27</sup> Possono rinunciare alla nomina dello *sponsor* i cd. "grandi emittenti", ovvero quelle società che, sulla base ai criteri previsti dalla Raccomandazione della Commissione del 6 maggio 2013, n. 2003/361/CE, hanno almeno 250 occupati ovvero, anche se meno di 250 occupati un fatturato annuo superiore ai 50 milioni di euro e un totale di bilancio annuo superiore ai 43 milioni di euro.

<sup>28</sup> Tale previsione è stata introdotta probabilmente per evitare abusi collegati al fatto che si sarebbe potuto "sfruttare" lo strumento della cambiale finanziaria per "mascherare" un'operazione di finanziamento soci così da evitare l'applicazione della previsione di cui all'art. 2467 c.c..

Rimandando oltre l'analisi del concetto di investitore professionale (soggetto o meno) a vigilanza prudenziale giova ora ricordare come attenta dottrina<sup>29</sup> si richiami a quegli investitori qualificati di cui all'art. 100 del TUF che, a sua volta, rimanda alla potestà definitoria dell'Autorità di vigilanza di settore (la Consob).

Gli investitori professionali sottoscrittori o giratari delle cambiali finanziarie non devono poi essere direttamente o indirettamente<sup>30</sup> soci della società emittente; il collocamento di cambiali finanziarie che avviene presso investitori in rapporto di controllo con lo *sponsor* non è vietato ma soggiace, in ogni caso, alle norme vigenti in materia di conflitti di interesse.

Gran parte degli adempimenti *supra* citati non sono dovuti in caso di società aventi titoli rappresentativi di capitale negoziati in mercati regolamentati e non regolamentati<sup>31</sup>: in particolare non è necessaria la nomina di uno *sponsor*, non è richiesto il bilancio revisionato e le cambiali finanziarie possono essere sottoscritte e girate anche ad investitori che non siano professionali.

Il nuovo art. 1-*bis* della l. 43/1994 permette l'emissione di cambiali finanziarie dematerializzate. La dematerializzazione sarà obbligatoria, a norma dell'art. 83-*bis* del TUF, nel caso queste siano destinate ad essere negoziate nei mercati regolamentati/MTF. L'emittente, per esperire il procedimento in parola, deve avvalersi di una società autorizzata alla prestazione del servizio di gestione accentrata di strumenti finanziari inviando a quest'ultima una richiesta che contenga una promessa incondizionata di pagare a scadenza le somme dovute che risultano dalle scritture contabili degli intermediari depositari<sup>32</sup>. Le cambiali così emesse sono esenti

---

<sup>29</sup> GIANNELLI, *sub art.* 2483 c.c., in *Commentario alla riforma delle società*, Bianchi (a cura di), Milano, 2008, p. 1353.

<sup>30</sup> La norma non chiarisce cosa si debba intendere come "indirettamente": ci si riferisce probabilmente a quei fenomeni di intestazione fiduciaria, *trust*, controllo o interessenza. Si veda, nello stesso senso ASSONIME, *op. cit.*, p.21.

<sup>31</sup> ASSONIME, *op. cit.*, p. 21-22 ritiene come per mercati regolamentati e non regolamentati si debbano intendere tanto i mercati regolamentati veri e propri quanto i sistemi multilaterali di negoziazione (i cd. "*multilateral trading facilities*" o "MTF") e gli internalizzatori sistematici. Sempre ASSONIME sottolinea come l'architettura dei sistemi di negoziazione contenuta nel TUF si articola in tali 3 figure: mentre le prime due (mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione) sono sistemi di scambi multilaterali, l'ultima è un sistema unilaterale di negoziazione.

<sup>32</sup> Nella richiesta alla società di gestione accentrata vanno specificati una serie di elementi, ovvero:

- l'ammontare totale dell'emissione;
- l'importo di ciascuna cambiale;
- il numero di cambiali;
- l'importo dei proventi, totale e suddiviso per singola cambiale;
- la data di emissione;
- l'indicazione della scadenza;
- l'indicazione del luogo di pagamento;
- il nome di colui al quale o all'ordine del quale deve farsi il pagamento;
- l'indicazione della data e del luogo in cui la cambiale finanziaria è emessa;
- la sottoscrizione dell'emittente;

dall'imposta di bollo sulle transazioni finanziarie, ferma comunque restando l'esecutività del titolo<sup>33</sup>.

Dal tenore delle indicazioni richieste per l'emissione della cambiale finanziaria sembra emergere la circostanza per cui occorra *ex ante* determinarne l'esatto importo complessivo<sup>34</sup>.

Come già visto, ponendosi la disciplina in parola nell'alveo della raccolta del risparmio troveranno spazio le disposizioni di cui all'art. 11 del TUB e alla Delibera CICR. Quest'ultima, in particolare, fissa una serie di limitazioni alle cambiali, differenti in base al tipo di emittente e al "tipo" di strumento utilizzato.

Come anticipato nel paragrafo introduttivo, i Decreti sono intervenuti altresì sulla disciplina fiscale relativa alle cambiali finanziarie destinate alla negoziazione su mercati regolamentati/MTF. In particolare, anche a seguito dell'intervento dei Decreti, si possono distinguere vari casi.

Le cambiali finanziarie non destinate alla negoziate in mercati regolamentati emesse da società per azioni non quotate, da società in accomandita per azioni e da società cooperative (che seguono le regole in materia di S.p.A.) sono emesse con un taglio minimo di 50.000 euro, possono essere emesse o girate esclusivamente a favore di investitori professionali, anche non soggetti a vigilanza prudenziale (che non siano direttamente o indirettamente soci dell'emittente), e soggiacciono al limite previsto dall'art. 2412, comma 1, c.c.: in buona sostanza l'ammontare totale del debito emesso dalla società (in forma tanto di obbligazioni che di cambiali finanziarie) non può eccedere il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili<sup>35</sup>.

Le cambiali finanziarie emesse da società a responsabilità limitata e da società cooperative (a cui si applicano le norme sulla srl) non hanno limiti di natura quantitativa (se non quelli fissati internamente dalla società a norma delle previsioni statutarie) ma

- 
- le eventuali garanzie a supporto dell'emissione, con l'indicazione dell'identità del garante e l'ammontare della garanzia;
  - l'ammontare del capitale sociale versato ed esistente alla data dell'emissione;
  - la denominazione, l'oggetto e la sede dell'emittente;
  - l'ufficio del registro delle imprese al quale l'emittente è iscritto.

<sup>33</sup> Così l'art. 1-bis comma 5 della l. 43/1994. L'imposta di bollo è pari allo 0,01%: si veda, sul punto, Circolare dell'Agenzia delle Entrate n. 4/E del 6 marzo 2013, p. 21.

<sup>34</sup> Per un approfondimento si veda ASSONIME, *op. cit.* p. 24-25 e, soprattutto, la nota 65 in cui si dà conto del dibattito dottrinale sul fatto che l'emissione in serie delle cambiali finanziarie potesse avvenire all'interno di una serie chiusa (scelta cui propende l'Associazione) ovvero anche di una serie aperta. L'emissione in serie chiusa avviene all'interno di un procedimento di emissione che fissa l'importo complessivo del prestito mentre quella in serie aperta non prevede dei limiti *ex ante* ma stabilisce l'emissione "*di più titoli in cui l'obbligazione dell'emittente discende dalla semplice corrispondenza della fattispecie concreta alla "forma" richiesta dalla legge*".

<sup>35</sup> Possono essere superati i limiti di emissione in caso (i) di cambiali destinate alla sottoscrizione presso investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale o (ii) di cambiali garantite da ipoteca di 1° grado su immobili di proprietà della società fino a 2/3 del valore.

devono essere necessariamente emesse con un taglio minimo unitario non inferiore a 50.000 euro e sottoscritte unicamente da investitori professionali, anche non soggetti a vigilanza prudenziale (sempre che non siano direttamente o indirettamente soci dell'emittente). In caso di successiva circolazione chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali.

Le cambiali finanziarie destinate alla negoziazione in mercati (regolamentati/MTF) emesse da società per azioni quotate non trovano limiti di emissione nel capitale, nelle riserve o in altri elementi patrimoniali della società emittente, possono essere collocate e girate anche nei confronti di investitori al dettaglio e non hanno alcun taglio minimo di sottoscrizione. Ciò lo si deduce dal combinato disposto dell'art. 1, comma 2-*bis* della l. 43/1994 (le cambiali finanziarie sono soggette ad una serie di limiti, tra cui l'emissione e la girata a favore dei soli investitori professionali solo se emesse da società non quotate) con l'art. 5, comma 1 della Delibera CICR (gli strumenti finanziari di raccolta diversi dalle obbligazioni, con esclusione di quelli destinati alla quotazione in mercati regolamentati emessi da società con azioni quotate in mercati regolamentati, hanno un taglio minimo unitario non inferiore a 50.000 euro).

Altra ipotesi contemplata dalla l. 43/1994 è quella di cambiali finanziarie non quotate ma emesse da società quotate (*rectius* avente titoli di capitale negoziati sui mercati regolamentati o non regolamentati). In questo caso non vi sarebbero limiti all'emissione, né di natura quantitativa che qualitativa (possibile la sottoscrizione e la girata anche a favore degli investitori *retail*) mentre invece il taglio minimo unitario dello strumento non dovrebbe essere inferiore ai 50.000 euro.

Vi potrebbe essere infine il caso, non contemplato espressamente dalla l. 43/1994 ma neanche vietato, di cambiali finanziarie destinate alla negoziazione in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione emesse da una società a responsabilità limitata. In questa ipotesi si applicherebbero tutti i limiti previsti dall'art. 1, comma 2-*bis* della l. 43/1994 (nomina dello *sponsor*, mantenimento nel portafoglio di questi di una data quota di titoli emessi, ultimo bilancio revisionato ed emissione esclusiva in favore degli investitori professionali) ma l'emittente potrebbe valersi dei benefici fiscali (previsti dai Decreti per tutte quelle cambiali finanziarie, quei *mini-bond* e quegli altri titoli di debito quotati) di cui all'art. 32, commi 8 e 9 del dl 83/2012<sup>36</sup>. Tale

---

<sup>36</sup> Trattasi, con riferimento all'emittente, della possibilità di applicare il regime di deduzione integrale degli interessi passivi di cui all'art. 96 del TUIR con il solo limite del 30% del Risultato Operativo Lordo (ROL), fermo restando che la parte di interessi indeducibili potrà trovare riconoscimento fiscale negli esercizi successivi ove vi dovesse essere capienza nel ROL. Lato sottoscrittore il vantaggio consiste nella possibilità, sempre offerta all'emittente, di avvalersi del regime impositivo previsto dal d.lgs. 239/1996 per i cd. "grandi emittenti" (banche e società quotate) ovvero poter far scontare agli interessi non un'indifferenziata ritenuta del 20%, bensì un'imposta sostitutiva con l'aliquota del 20% solo in caso di percipiente cd. "nettista" (persona fisica o ente/società non commerciale), mentre non applicare alcun prelievo in caso di soggetto cd. "lordista" (società/ente commerciale residente in Italia o in un Paese cd. "White List" che consenta lo scambio di informazioni in materia fiscale). Per un approfondimento si veda

soluzione la si deduce dalla lettura dei commi 8 e 9 del decreto *de quo*: il comma 8 infatti prescrive che le disposizioni di cui all'art. 3, comma 115 della l. 28 dicembre 1995, n. 549 “*non si applicano alle cambiali finanziarie nonché alle obbligazioni e titoli similari emessi da società non emittenti strumenti finanziari rappresentativi del capitale quotati* [quindi anche srl] *in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, diversi dalle banche e dalle microimprese, [...] a condizione che tali cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli similari siano negoziati* [sottolineati aggiunti] *in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione [...]*”; dello stesso tenore il comma 9 secondo cui “*La ritenuta del 20 per cento [...] non si applica sugli interessi ed altri proventi delle obbligazioni e titoli similari, e delle cambiali finanziarie, emesse da banche, società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione [...] nonché sugli interessi ed altri proventi delle obbligazioni e titoli similari, e delle cambiali finanziarie negoziate nei medesimi mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione emessi da società diverse dalle prime* [quindi pure le srl; anche in questo caso i sottolineati sono aggiunti dall’Autore]”.

Giova infine sottolineare come le cambiali finanziarie siano considerate, dalla legge stessa<sup>37</sup>, quali valori mobiliari. Di conseguenza, essendo i valori mobiliari ricompresi nella più ampia categoria di strumenti finanziari, nel caso di offerta a soggetti diversi rispetto agli investitori qualificati (clienti professionali) sarà necessario applicare la disciplina, prevista dagli articoli 93-bis e seguenti del TUF, in materia di offerta al pubblico di vendita e sottoscrizione di strumenti finanziari e, quindi, bisognerà procedere alla pubblicazione (preventiva) del prospetto nonché sottostare agli obblighi di trasparenza e correttezza previsti a carico degli emittenti il titolo oggetto d’offerta<sup>38</sup>.

### 3. Le obbligazioni

#### *I mini-bond*

Già la riforma del diritto societario 2003 aveva reso lo strumento delle obbligazioni più flessibile e fruibile al fine di affrancare le società per azioni dall’eccessiva dipendenza del sistema bancario. In particolare tale riforma, con precipuo riferimento alle obbligazioni, si era sviluppata lungo tre direttrici: il passaggio alla competenza del Consiglio di Amministrazione per le deliberazioni concernenti le emissioni obbligazionarie, l’aumento del limite per le emissioni (obbligazionarie) da parte di società non quotate (di norma il doppio del capitale, della riserva legale e delle riserve disponibili<sup>39</sup>) e la possibilità di emettere obbligazioni subordinate ed obbligazioni ad

---

la Circolare Agenzia delle Entrate n. 4/E del 6 marzo 2013 e GUELFÌ, *Il nuovo regime fiscale dei titoli di debito emessi da società non quotate*, in *dirittobancario.it*, dicembre 2012.

<sup>37</sup> Art. 4 della l. 43/1994.

<sup>38</sup> Per un’analisi più approfondita sul tema si rimanda alle considerazioni fatte *infra*.

<sup>39</sup> Il doppio del capitale, della riserva legale e delle riserve disponibili era (ed è) la regola base. L’art. 2412 c.c. prevede la possibilità di superamento dei limiti in caso di:

- sottoscrizione da parte di investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale;

interessi indicizzati. Il dl 83/2012, così come modificato dal dl 179/2012, ha previsto l'eliminazione dei limiti quantitativi per l'emissione obbligazionaria da parte di società per azioni non quotate con riferimento alle obbligazioni destinate, queste sì, alla quotazione in mercati regolamentati/sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi comunitari/aderenti allo Spazio Economico Europeo inclusi nella *White List* o convertibili (i cd. "mini-bond") nonché una specifica disciplina per le obbligazioni e i titoli simili subordinati (in cui il credito del portatore è postergato rispetto a quello degli altri creditori), partecipativi (in cui parte del corrispettivo è legato ai risultati dell'impresa) nonché per quegli strumenti che costituiscono un *mix* tra le due sopraccitate categorie (obbligazioni subordinate partecipative) emessi da società non quotate.

Il dl 83/2012, come detto, elimina i limiti di emissione di caso di obbligazioni quotate/destinate alla quotazione sui mercati regolamentati/MTF indipendentemente dal fatto che si tratti di soggetto quotato (*rectius* avente i propri strumenti rappresentativi negoziati in mercati regolamentati). Al riguardo si segnala che taluni commentatori ritengono come l'ammissione a quotazione non sarebbe una condizione preliminare ma potrebbe intervenire successivamente alla delibera di emissione: la società emittente si dovrebbe semplicemente adoperare con le dovute diligenza per conseguire, nel più breve tempo possibile, la quotazione<sup>40</sup>.

La seconda deroga ai vincoli di emissione di cui all'art. 2412, comma 1, c.c. riguarda le obbligazioni convertibili (che danno diritto di acquisire ovvero sottoscrivere azioni). La formula utilizzata dal legislatore pare riferirsi alle sole obbligazioni convertibili "dirette", ovvero quelle che danno diritto alla conversione in azioni dell'emittente, non invece per quelle "indirette", cioè che danno diritto alla conversione in azioni di una società diversa (dall'emittente l'obbligazione).

#### *Le obbligazioni ed i titoli simili con clausola di subordinazione*

La riforma del diritto societario del 2003 ha introdotto, per le S.p.A., la possibilità di emettere obbligazioni il cui pagamento del credito sia postergato rispetto agli altri crediti vantati da terzi verso l'emittente. L'efficacia della clausola di subordinazione può essere condizionata al verificarsi di eventi futuri o al superamento di parametri oggettivi. Il modello di riferimento è costituito dagli strumenti ibridi di patrimonializzazione e finanziamento delle banche *ex art. 12 TUB*. Secondo parte della dottrina sarebbe possibile ancorare la subordinazione anche ad eventi/circostanze di carattere oggettivo attinenti alla situazione economica, finanziaria o patrimoniale della

- 
- emissioni garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili medesimi;
  - autorizzazione tramite provvedimento dell'autorità governativa, per particolari ragioni che interessano l'economia nazionale.

Tali deroghe sono state ampliate con il dl 83/2012 che ha sostituito il comma 5 dell'articolo in parola.

<sup>40</sup> Così ASSONIME, *op. cit.* p. 32 e GIANNELLI, *sub art. 2412 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2006, p. 117.

società (e.g. perdite che intacchino il capitale, superamento di determinati parametri nel rapporto debito/equity). Secondo altri commentatori la postergazione è invece ammissibile solo in caso di liquidazione dell'emittente stesso<sup>41</sup>. In ogni caso l'unico limite invalicabile di subordinazione è costituito dal fatto che tale clausola non possa arrivare a modificare la natura del credito insito nel prestito obbligazionario.

Il dl. 83/2012 ha introdotto la possibilità, per società che non siano quotate (purché diverse dalle banche e dalle microimprese), di emettere obbligazioni e titoli simili, con durata non inferiore a 36 mesi e dotati di clausole di subordinazione. L'inserimento della nozione di "titoli simili" fa pensare che tale disciplina possa essere estesa anche ai titoli di debito delle srl di cui all'art. 2483 c.c.<sup>42</sup>. La considerazione per cui la novella si riferisca anche ai titoli di debito emessi dalle srl trova conferma nella previsione per cui agli emittenti tali obbligazioni subordinate trova applicazione l'art. 2435 c.c., il quale prescrive l'obbligo di pubblicazione del bilancio, dell'elenco soci e dei titolari diritti su azioni. Questo però è un adempimento già a carico, *di default*, di tutte le società per azioni (emittenti o meno titoli subordinati) e, quindi, non costituirebbe nient'altro che un'inutile ripetizione a meno di non ipotizzare che la norma si riferisca proprio, come viene in questa sede sostenuto, anche ad altri emittenti diversi dalle società per azioni e non tenuti, di norma, all'analogo adempimento (quali, appunto, le società a responsabilità limitata). Il dl 83/2012 fa comunque salvi i limiti qualitativi fissati dalla legge per le emissioni e, quindi, per i soggetti in forma di società per azioni, l'art. 2412, mentre per quelli in forma di società a responsabilità limitata l'art. 2483 c.c..

#### *Le obbligazioni e i "titoli simili" con clausole partecipative*

Il dl 83/2012 ha introdotto anche una specifica disciplina per le obbligazioni e titoli simili con clausole partecipative, ovvero clausole che collegano il corrispettivo ai risultati dell'impresa.

La disciplina codicistica, già a partire dalla riforma del 2003, contemplava la possibilità che i tempi e l'entità del pagamento degli interessi possano variare in dipendenza di parametri oggettivi. I parametri potevano avere ad oggetto tanto i tempi quanto l'entità degli interessi. Essi possono essere tanto interni (natura reddituale, patrimoniale o finanziaria) quanto esterni (azioni, panieri di azioni).

L'ambito di applicazione della novella di cui al dl 83/2012 è lo stesso previsto per le obbligazioni subordinate (obbligazioni e titoli simili con scadenza uguale o superiore a 36 mesi, emesse da società non quotate diverse dalle banche e dalle microimprese). Il

---

<sup>41</sup> Per un approfondimento sul tema si veda ASSONIME, *op. cit.*, p. 33-34, LUONI, *Titoli speciali di obbligazioni*, in *Società per azioni, Costituzione e finanziamento, Nuova giurisprudenza di diritto civile e commerciale*, Torino, 2013, p. 421 e SARALE, RIVARO, *Le obbligazioni*, in *Le nuove s.p.a.*, Cagnasso, Panzani (diretto da), Bologna, 2010, p. 497 ss..

<sup>42</sup> Così anche SANTINI, SALVATORE, BENATTI, PAOLUCCI, *Società a responsabilità limitata*, Bologna, 2014, p. 803 ss..

corrispettivo deve necessariamente comporsi di una parte fissa non inferiore al tasso ufficiale di riferimento ed una variabile commisurata al risultato economico dell'esercizio dell'emittente nella percentuale indicata dall'atto di emissione: questa deve essere proporzionale al rapporto tra il valore nominale delle obbligazioni partecipative e la somma del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato e del medesimo valore delle obbligazioni<sup>43</sup>.

La parte variabile del corrispettivo va versata annualmente al sottoscrittore entro 30 giorni dall'approvazione del bilancio. Il dl 83/2012 ha comunque previsto che la variabilità del corrispettivo riguardi la remunerazione dell'investimento e non si applichi al diritto di rimborso in linea capitale dell'emissione: la clausola quindi non può arrivare ad incidere sul rimborso del capitale.

In ogni caso le regole di calcolo della parte variabile devono, *in primis*, essere fissate al momento dell'emissione del titolo rimanendo inalterate per tutta la durata del prestito e, secondariamente, devono dipendere da parametri oggettivi. Viene infine prevista la disapplicazione delle regole in materia di usura alla parte di rendimento variabile del titolo.

A seguito dell'emanazione del decreto in parola si è posto un problema di compatibilità tra la disciplina appena enunciata e quella di cui all'art. 2411 c.c.. Quest'ultimo infatti stabilisce che il diritto degli obbligazionisti alla restituzione del capitale possa essere, in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società ovvero che i tempi e l'entità del pagamento degli interessi possano variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società stessa. Come ben si nota la fattispecie di obbligazioni subordinate e partecipative su cui insiste il dl 83/2012 è la stessa anche se quest'ultimo ne limita la portata applicativa a taluni parametri (scadenza superiore a 36 mesi ed emittente diverso da banche e microimprese).

La soluzione si potrebbe rinvenire nella *ratio* che ha portato il legislatore all'emanazione delle novità in parola, ovvero quella di allargare le opportunità di finanziamento delle imprese<sup>44</sup>, quindi non in un'ottica di *conventio ad excludendum* per cui l'applicazione del dl in parola esclude l'applicazione dell'art. 2411 c.c.. Tanto premesso si ritiene che il rapporto tra l'art. 2411 c.c. e dl 83/2012 sia di *genus ad speciem* tale per cui le obbligazioni partecipative e subordinate sono un sottoinsieme della categoria di cui all'art. 2411 c.c., sottoinsieme a cui si applicano le normative fiscali di favore in materia di deducibilità e di imposta sostitutiva previste dal dl

---

<sup>43</sup> Il meccanismo di remunerazione varia al variare di questi elementi: l'aumento della patrimonializzazione della società si traduce nel diritto a percepire una minor somma mentre la diminuzione della patrimonializzazione il diritto a percepirne una maggiore così da compensarne l'accresciuto rischio finanziario.

<sup>44</sup> Si veda, nello stesso senso, ASSONIME, *op. cit.*, p. 38-39.

83/2012 (che non si estendono invece agli altri strumenti contemplati dall'art. 2411 c.c.).

#### **4. I titoli di debito emessi dalle srl**

Il dl 83/2012, pur avendo come *target* primario le società per azioni e gli strumenti di debito da queste emesse<sup>45</sup>, ha lambito anche la materia delle srl. Pare quindi opportuno fare un approfondimento su questo tipo di struttura societaria, grandemente diffusa in Italia, Paese dove la spina dorsale tessuto produttivo è costituito dalle cd. “piccole e medie imprese” rappresentate, per lo più, appunto da srl. Vi è però da fare, fin da subito, una precisazione: infatti mentre le novità (introdotte dai Decreti) sul versante delle società per azioni si sono concentrate tanto sulle modifiche alla disciplina civilistica quanto fiscale quelle, invece, in materia di società a responsabilità limitata hanno insistito, soprattutto, sul lato fiscale.

Infatti esclusi, come detto, gli emendamenti al regime tributario applicabile<sup>46</sup> si nota che le novità più interessanti riguardano le società per azioni. Tanto la nuova disciplina in materia di cambiali finanziarie quanto quella in materia di obbligazioni infatti introducono importanti correttivi soprattutto, come abbiamo visto, nei confronti di emittenti in forma di S.p.A. (si pensi alla possibilità per la S.p.A. quotate di emettere cambiali finanziarie destinate alla negoziazione in mercati regolamentati/MTF anche a favore di investitori non professionali, per importi minimi unitari anche inferiori ai 50.000 euro, di non dover sottoporre a revisione il bilancio e di potersi non avvalere di uno *sponsor* oppure, anche se non quotati, poter emettere obbligazioni destinate alla negoziazione sui mercati regolamentati/MTF senza alcuna limitazione di natura qualitativo-quantitativa<sup>47</sup>). Per i titoli di debito<sup>48</sup> delle società a responsabilità limitata invece rimangono gli stessi limiti (civilistici) previsti dalla riforma del diritto societario del 2003. Tale riforma ha permesso alla srl di finanziarsi emettendo titoli rappresentativi di credito non, però, nella forma delle obbligazioni bensì sotto forma di titoli di debito, di cui ha dettato una disciplina autonoma contenuta nell'art. 2483 c.c.. Lo scopo di tale disposizione è quella di rendere possibile il finanziamento attraverso l'emissione di titoli di credito<sup>49</sup> e, per la precisione, di titoli causali a letteralità incompleta<sup>50</sup> risultando

---

<sup>45</sup> Infatti una delle critiche mosse alle novità in commento è che, così come strutturate, avvantaggiano principalmente le grandi società (per lo più in forma di S.p.A.) non quotate.

<sup>46</sup> Che, com'è già stato evidenziato, sono state previste “*erga omnes*”, per tutte le società di capitali (tanto le S.p.A. quanto le srl).

<sup>47</sup> Ovvero senza la necessità di rispettare alcun vincolo patrimoniale (essendo tali emissioni escluse dal limite del doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili) e potendo far sottoscrivere/collocare tali strumenti anche a investitori al dettaglio.

<sup>48</sup> Per le cambiali finanziarie emesse dalle società a responsabilità limitata si rimanda al capitolo sulle cambiali finanziarie.

<sup>49</sup> Si ricorda che i titoli potrebbero, per previsione statutaria o della delibera di emissione, non essere destinati alla circolazione; in questa situazione potrebbero essere trasferibili secondo la disciplina della cessione del credito. In tal caso i vizi inerenti al rapporto causale, che è sempre un finanziamento, saranno opponibili ai portatori degli stessi sulla base dell'art. 1993, comma 1 c.c.. Per un approfondimento sul punto si veda SANTINI, SALVATORE, BENATTI, PAOLUCCI, *Società, op. cit.*, p. 791 ss., LUONI, *Emissione di*

i diritti tanto dal titolo stesso quanto dalla delibera di emissione da inviare al competente ufficio del registro delle imprese; infatti “*attraverso il richiamo contenuto nel titolo, acquisisce rilievo la causa che ha condotto alla sua emissione, con la conseguenza che il diritto portato dal titolo è ricavabile oltre che dalla sua lettera, anche attraverso il rinvio all’atto costitutivo e alla delibera di emissione contenuta nel registro delle imprese*”<sup>51</sup>. In base al combinato disposto dell’art. 2483 c.c. e dell’art. 5 capoverso della Delibera CICR il titolo deve necessariamente indicare l’identità del garante – inizialmente coinciderà con il primo sottoscrittore – che dovrà essere un investitore qualificato sottoposto a vigilanza prudenziale, l’ammontare della garanzia, la denominazione di titolo di debito emesso ex art. 2483 c.c., la denominazione della società emittente ed i relativi dati identificativi, gli estremi della decisione di emissione, l’importo del credito, il tasso di interesse applicato, la scadenza e la sottoscrizione di un legale rappresentante della società.

Per quanto attiene invece alla forma cartolare dei titoli attenta dottrina<sup>52</sup> ritiene che possano essere emessi tanto come titoli all’ordine quanto nominativi, non invece al portatore.

Consolidata dottrina ammette poi come i titoli di debito possano essere emessi in serie, ancorché l’emissione dei titoli di massa non sia requisito necessario di essi<sup>53</sup>. Pacifica è poi la loro riconducibilità ai valori mobiliari e, quindi, agli strumenti finanziari<sup>54</sup>. Direttamente collegato a questi aspetti è la questione se all’emissione di tali strumenti sia applicabile la disciplina sulla raccolta del risparmio e sull’offerta al pubblico di strumenti finanziari.

Mentre, con riguardo al primo aspetto, è pacifica la riconducibilità, in ordine all’emissione di tali strumenti, ad una forma di raccolta del risparmio, a norma dell’art. 11 del TUB e della susseguente Deliberazione CICR<sup>55</sup>, l’applicazione della disciplina

---

*titoli di debito*, in *Il nuovo diritto societario*, Cottino ed al. (diretto da), Bologna, 2004, p. 1985 e CAMPOBASSO, *I titoli di debito delle srl fra autonomia privata e tutela del risparmio*, in *Il nuovo diritto delle società*, Abbadessa, Portale (diretto da), III, Torino, 2006, p. 760.

<sup>50</sup> Così STELLA RICHTER JR, *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, studio del Consiglio Nazionale del Notariato, n. 5562/I approvato il 31 marzo 2005, p. 11 e GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale*, XXIX, Padova, 2003, p. 474.

<sup>51</sup> Così SANTINI, SALVATORE, BENATTI, PAOLUCCI, *Società*, op. cit. p. 791.

<sup>52</sup> Si veda, *ex multis*, DOLZANI, CORSO, *Titoli di debito: regime di responsabilità e limiti nella circolazione*, studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 5957/I approvato il 12 novembre 2005, p. 3-5; SPADA, *L’emissione di titoli di debito nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Riv. Soc.*, 2003, p. 807; TASSINARI, *Il finanziamento della società mediante mezzi diversi dal conferimento*, in AAVV, *La riforma della società a responsabilità limitata*, Milano, 2004, p. 142.

<sup>53</sup> Si veda SANTINI, SALVATORE, BENATTI, PAOLUCCI, *Società*, op. cit. p. 792 e, in particolare, la nota 14.

<sup>54</sup> L’art. 1 comma 1-bis del TUF infatti ricomprende tra i valori mobiliari le obbligazioni e gli altri titoli di debito e, a sua volta, il comma 2 ricomprende i valori mobiliari tra gli strumenti finanziari.

<sup>55</sup> Per vero tale soluzione la si deduce dalla forma “in negativo” dell’art. 11, comma 4 del TUB che esclude espressamente l’emissione dei titoli di debito dal divieto di raccolta del risparmio. Più “diretto” è invece l’art. 3 della Delibera CICR che include espressamente tra gli strumenti di raccolta del risparmio (assoggettati alla disciplina sulla raccolta del risparmio) anche i titoli di debito.

sull'offerta al pubblico si presta a qualche riflessione ulteriore. Infatti in sede di sottoscrizione, per le particolari modalità richieste dalla legge, non potrà mai concretizzarsi offerta al pubblico, se non in una fase successiva alla sottoscrizione sul cd. "mercato secondario"<sup>56</sup>. Come si è già visto, una volta sottoscritto, la circolazione del titolo di debito è, in linea di principio, libera anche se lo stesso art. 2483 c.c. prevede dei presidi a tutela del pubblico dei risparmiatori: nel caso di circolazione dei titoli di debito infatti chi li trasferisce (che è un soggetto professionale e sottoposto a vigilanza prudenziale) risponde della solvenza nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima. Nella fase iniziale di emissione quindi non v'è dubbio che garante della solvenza della società sia il soggetto sottoscrittore il quale deve essere non solo un investitore qualificato ma pure sottoposto a vigilanza prudenziale (quindi, di fatto, un intermediario finanziario). La dottrina non è univoca nel definire gli effetti che deriverebbero dalla sottoscrizione di tali strumenti da parte di soggetti non legittimati (*i.e.* investitori al dettaglio o professionali ma non sottoposti a vigilanza prudenziale). Per taluni l'emissione sarebbe da considerarsi nulla per contrarietà alle norme imperative con il conseguente obbligo di rimborsare immediatamente il capitale al sottoscrittore e pagare su di esso gli interessi ai sensi degli articoli 1282 e 1224 del c.c., ferma la responsabilità degli amministratori per l'eventuale maggior danno. Per altri invece l'emissione manterrebbe la propria validità e, di conseguenza, i terzi portatori acquisirebbero i diritti autonomi in essi rappresentati ed il sottoscrittore, seppur non professionale e vigilato, sarebbe comunque chiamato a rispondere dell'insolvenza dell'emittente<sup>57</sup>.

Giova ora fare una breve digressione sul concetto di investitore professionale sottoposto o meno a vigilanza prudenziale.

Attenta dottrina<sup>58</sup> ha rilevato come la nozione debba essere suddivisa in due concetti, l'investitore professionale e la soggezione alla vigilanza prudenziale. Con riferimento al primo concetto per investitori professionali si intendono quei soggetti di cui all'art. 100, comma 1, lettera a) del TUF. Anche tale disposizione non prevede una definizione specifica sul punto: quest'ultima la si rinviene nell'art. 26 e nell'Allegato 3 (per i clienti professionali privati) del Regolamento Intermediari<sup>59</sup>. L'Allegato 3 distingue i clienti professionali "di diritto" da quelli "su richiesta": la prima categoria è composta da quei soggetti tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari<sup>60</sup>,

<sup>56</sup> L'art. 100 del TUF prevede infatti, tra i casi di inapplicabilità della disciplina in tema di appello al pubblico risparmio le offerte rivolte ai soli investitori professionali. Per un approfondimento si veda *infra*.

<sup>57</sup> Per un'analisi più approfondita dei due indirizzi giurisprudenziali si rimanda a SANTINI, SALVATORE, BENATTI, PAOLUCCI, *Società, op. cit.* p. 796-7.

<sup>58</sup> GIANNELLI, *sub art.* 2483 c.c., in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, p. 1353.

<sup>59</sup> Per i clienti professionali pubblici la disciplina specifica la si rinviene nel decreto ministeriale del Ministero dell'Economia e delle Finanze 11 novembre 2011, n. 236.

<sup>60</sup> Trattasi di banche, imprese di investimento, altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati, imprese di assicurazione, organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi, fondi pensione e società di gestione di tali fondi, i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci, soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti

dalle imprese di grandi dimensioni<sup>61</sup> e dagli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie. I clienti professionali (privati) “su richiesta” divengono tali in seguito ad una valutazione discrezionale dell’intermediario (che presta il servizio di investimento) che deve comunque valutare una serie di elementi dettati dall’Allegato medesimo<sup>62</sup>.

Anche i clienti professionali pubblici sono suddivisi in due differenti categorie: i clienti professionali pubblici di diritto (il Governo centrale e Banca d’Italia) e su richiesta, anche in quest’ultimo caso la valutazione – fatti salvi alcuni punti fermi dettati dal regolatore<sup>63</sup> – compete all’intermediario finanziario.

Tra gli investitori professionali privati vanno considerati sottoposti a vigilanza prudenziale coloro che esercitano un’attività riservata sottoposta al vaglio di un’Autorità (statale) indipendente (e.g. Consob, Banca d’Italia, IVASS) e devono rispettare regole che ne garantiscano la stabilità patrimoniale. In quest’ultima categoria vi rientrano certamente gli intermediari bancari e finanziari (e.g. banche, intermediari ex art. 106 del TUB, SIM, SGR) e compagnie assicurative. Si tratta, in buona sostanza, di un “sottoinsieme” dei clienti professionali “di diritto”. Non pare potersi rinvenire, tra i

---

finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia (*locals*), altri investitori istituzionali e agenti di cambio.

<sup>61</sup> Si considerano imprese di grandi dimensioni i soggetti che presentino a livello di società almeno due dei tre seguenti requisiti:

- totale di bilancio: 20.000.000 euro;
- fatturato netto: 40.000.000 euro;
- fondi propri: 2.000.000 euro.

<sup>62</sup> Il soggetto che richiede la classificazione come professionale deve avere almeno 2 dei 3 requisiti di seguito elencati:

- il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti;
- il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante, deve superare 500.000 euro;
- il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti.

<sup>63</sup> Possono richiedere la classificazione di cliente professionale le Regioni, le Province autonome di Trento e Bolzano, i soggetti di cui all’articolo 2 del d.lgs. 18 agosto 2000, n. 267 (enti locali i comuni, le province, le città metropolitane, le comunità montane, le comunità isolate e le unioni di comuni ai consorzi cui partecipano enti locali, con esclusione di quelli che gestiscono attività aventi rilevanza economica ed imprenditoriale e, ove previsto dallo statuto, dei consorzi per la gestione dei servizi sociali), nonché gli enti pubblici nazionali e regionali, a condizione che i richiedenti soddisfino congiuntamente i seguenti requisiti:

- a) entrate finali accertate nell’ultimo rendiconto di gestione approvato superiori a 40 milioni di euro;
- b) aver effettuato operazioni sul mercato finanziario di valore nominale o nozionale complessivo superiore a 100 milioni di euro nel corso del triennio precedente la stipula del contratto;
- c) presenza in organico di personale addetto alla gestione finanziaria che abbia acquisito adeguate competenze, conoscenze ed esperienza in materia di servizi di investimento, ivi compresi quelli di gestione collettiva, e strumenti finanziari.

clienti professionali “su richiesta”, alcuno che possa avere le caratteristiche per essere considerato “sottoposto a vigilanza prudenziale”.

L’art. 2483 c.c. capoverso prevede un obbligo di garanzia<sup>64</sup> del sottoscrittore del titolo in caso di successiva circolazione dello stesso presso soggetti che non siano investitori professionali o soci della società medesima. Solo gli intermediari professionali vigilati sono quindi chiamati a rispondere della solvenza dell’emittente. La circostanza che la norma renda garante chi trasferisce il titolo a favore dell’acquirente esclude che la garanzia debba essere prestata al sottoscrittore per tutti i successivi prenditori del titolo qualora nella serie di acquisti si innesti un altro intermediario professionale soggetto a vigilanza prudenziale: in questo caso sarà tale ultimo soggetto a garantire la solvibilità del titolo<sup>65</sup>. Non si ha perciò una responsabilità solidale tra gli intermediari professionali vigilati ma una semplice sostituzione di responsabilità dell’intermediario professionale vigilato acquirente del titolo con quella dell’intermediario che in precedenza ne aveva garantito la solvenza.

La garanzia del sottoscrittore, a norma dell’art. 2483, capoverso, seconda parte c.c., verrà meno anche in caso di trasferimento del titolo ad un investitore professionale<sup>66</sup> (questa volta anche non soggetto a vigilanza prudenziale) ovvero ad un socio della società medesima. Sul punto giova fare due brevi considerazioni. *In primis* non si può non notare che, in questo caso, ci si riferisce semplicemente ad investitori professionali

---

<sup>64</sup> Sulla natura della garanzia si veda SANTINI, SALVATORE, BENATTI, PAOLUCCI, *Società, op. cit.* p. 800-801 che dà conto delle varie opinioni in dottrina sul tema. L’A. ritiene che la garanzia prevista dall’art. 2483 c.c. consista in una fideiussione assimilabile, *mutatis mutandis*, a quella prevista dalla legge cambiaria a carico del girante e sottratte all’autonomia privata, in quanto operante in ogni caso di trasferimento a favore di un soggetto diverso dall’investitore professionale o dal socio della società emittente. Trattasi di una garanzia soddisfacente: il garante sarà chiamato a pagare la somma che il portatore del titolo avrebbe dovuto incassare dalla società emittente. L’A. poi aggiunge che malgrado i principi in materia di garanzia fideiussoria prevedano un’obbligazione di natura solidale tra garante e garantito, la circostanza che l’intermediario debba garantire la solvenza della società fa ritenere che la garanzia sia invece sussidiaria ed operi solo qualora l’emittente risulti insolvente. Si veda altresì DOLZANI, CORSO, *op. cit.*, p. 6, per i quali la garanzia dovuta dall’investitore professionale assume una funzione soddisfacente, di tipo solidale con la società emittente, dei diritti assunti dal soggetto obbligato in base alla delibera di emissione e di quelli incorporati nel titolo, caratterizzandosi come un’ipotesi di fideiussione *ex lege*. Il garante assume sostanzialmente la medesima posizione della società garantita; egli sarà legittimato ad opporre al soggetto che escute la garanzia tutte le eccezioni che potrebbero essere proposte dalla società emittente.

<sup>65</sup> Così, *ex multis*, PATRIARCA, *sub art.* 2483, in *Codice Commentato delle S.R.L.*, Benazzo, Patriarca (a cura di), Torino, 2006, p. 521 e DOLZANI, CORSO, *op. cit.*, p. 7; *contra* CARRARO, *Titoli di massa e nuovo diritto delle società*, Padova, 2004, p. 135.

<sup>66</sup> L’eccezione si giustifica in quanto, considerato che la *ratio* della garanzia del primo sottoscrittore (in caso di successiva circolazione del titolo) si rinviene nella tutela del contraente “debole”, il legislatore non sente in questa sede la necessità di tutelare alcuna parte “debole” del rapporto, dal momento che l’investitore professionale dispone, per definizione, delle competenze e conoscenze tecniche necessarie per valutare la natura ed il rischio collegato all’operazione. Sul punto si veda DOLZANI, CORSO, *op. cit.*, p. 4.

(non sottoposti quindi a vigilanza prudenziale)<sup>67</sup>: come già sottolineato non tutti gli investitori professionali sono sottoposti a vigilanza prudenziale. L'Allegato 3 al Regolamento Intermediari infatti considera, tra gli investitori professionali di diritto, accanto agli intermediari finanziari "classici" sottoposti a vigilanza, le imprese di grandi "dimensioni"<sup>68</sup> nonché prevede la categoria clienti professionali su richiesta. Si ritiene che tali soggetti (le imprese di grandi dimensioni e i clienti professionali su richiesta) pur non essendo sottoposti a vigilanza prudenziale possano rientrare a tutti gli effetti nel novero degli investitori professionali di cui all'art. 2483 c.c., capoverso, seconda parte. Mentre, però, per le imprese di grandi dimensioni non si pongono particolari problemi (avendo una classificazione, per così dire, oggettiva, che non richiede una valutazione da parte dell'intermediario "classificante") per quegli investitori che dovessero chiedere la qualifica di "professionali" la situazione sarebbe più complessa. Infatti, fatta salva la verifica in ordine alla sussistenza di due delle tre condizioni<sup>69</sup> previste dalla parte II dell'Allegato 3 al Regolamento Intermediari, all'intermediario vigilato verrebbe richiesto di effettuare una valutazione discrezionale sul grado di esperienza e conoscenza dell'investitore per poterlo classificare come esperto. La qualifica di investitore professionale su richiesta potrà quindi essere rilasciata solo da un intermediario soggetto a vigilanza a seguito di una valutazione che, essendo discrezionale, potrà essere oggetto di contestazioni ed obiezioni e, quindi, determinare eventuali profili di responsabilità nei confronti dell'intermediario stesso.

La seconda deroga (titoli trasferiti ai soci) all'obbligo di prestazione della garanzia si spiega con il fatto che i poteri attribuiti ai soci di una srl siano particolarmente "invasivi" e, di conseguenza, gli stessi hanno strumenti sufficienti per valutare *cum grano salis* il grado di rischio dello strumento e, in ultima analisi solvibilità dell'azienda. Infatti, diversamente che per le altre società di capitali, al socio di srl sono riconosciuti ben più ampi poteri di verifica e di controllo. L'art. 2476 capoverso c.c. consente ai soci che non partecipano all'amministrazione di avere notizie sullo svolgimento degli affari sociali e consultare i libri sociali ed i documenti inerenti

---

<sup>67</sup> Dello stesso avviso LUONI, *Emissione di titoli di debito*, in *Il nuovo diritto societario*, Cottino ed al. (diretto da), Bologna 2004, p. 1997 e STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito nelle società a responsabilità limitata*, in *Riv Soc.* 2005, p. 1006; *Contra* SALVATORE, BENATTI, PAOLUCCI, *Società, op. cit.* p. 799.

<sup>68</sup> Quelle di cui al punto (2) dell'Allegato 3, ovvero le imprese di grandi dimensioni che presentino, a livello di società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali:

- totale di bilancio: 20.000.000 euro;
- fatturato netto: 40.000.000 euro;
- fondi propri: 2.000.000 euro.

<sup>69</sup> Si ricorda infatti che nella valutazione in ordine alla professionalità devono essere soddisfatti almeno due dei seguenti requisiti:

- l'investitore ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato con una frequenza media di 10 operazioni a trimestre nei quattro trimestri precedenti;
- il valore del portafoglio di strumenti finanziari dell'investitore, inclusi i depositi in contante, deve superare i 500.000 euro;
- l'investitore lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti.

all'amministrazione. "Proprio tali poteri permettono ai soci di valutare, forse meglio di ogni altro soggetto, lo stato di salute della società emittente nel momento dell'eventuale acquisto dei titoli di debito ed ogni altra circostanza necessaria per valutare l'eventuale rischio connesso alla restituzione del prestito"<sup>70</sup>. Di conseguenza il legislatore non ha ritenuto necessario estendere a tali soggetti le medesime garanzie previste per gli altri investitori non professionali<sup>71</sup>.

Come già anticipato le novità di rilievo apportate dal dl 83/2012 alla disciplina dei titoli di debito delle srl riguarda la sottoposizione di tali strumenti ad una disciplina fiscale di favore in caso di quotazione degli stessi sui mercati regolamentati/MTF. A sostegno di questa tesi vi è il dato letterale della norma ed, in particolare, gli stessi commi 8 e 9 dell'art. 32 del dl 83/2012 analizzati con riferimento alle cambiali finanziarie e alle cui conclusioni si rimanda *in toto*<sup>72</sup>. Di conseguenza in caso titoli di debito negoziati sui mercati regolamentati la srl potrà usufruire dei vantaggi fiscali previsti dai Decreti per gli strumenti quotati sia con riferimento alla deducibilità degli interessi passivi che alla possibilità di applicare, in materia di imposta sostitutiva, lo stesso regime previsto per i "grandi emittenti" (imposta sostitutiva del 20% da applicarsi solo sui percipienti cd. "nettisti").

## 5. Le condizioni per l'applicazione dei benefici fiscali: la quotazione<sup>73</sup>

Per rispondere alle esigenze di quotazione dei Titoli delle PMI che intendono usufruire dei benefici offerti dai Decreti, Borsa Italiana ha creato, nell'ambito del mercato

<sup>70</sup> Così DOLZANI, CORSO, *op. cit.*, p. 4.

<sup>71</sup> Nel caso di successiva ulteriore circolazione del titolo la dottrina non è univoca. SANTINI, SALVATORE, BENATTI, PAOLUCCI, *Società, op. cit.* p. 803 ss. ritengono che il titolo potrà essere riceduto solo ad un intermediario professionale sottoposto a vigilanza prudenziale. Di diversa opinione GIANNELLI, *Emissione di titoli di debito*, in *Società a responsabilità limitata*, Bianchi (a cura di), Milano, 2008, p. 1363 ss. per il quale è possibile la successiva cessione del titolo anche ad investitori non qualificati, in questo caso "riviverebbe" la garanzia del sottoscrittore/dell'ultimo intermediario vigilato acquirente del titolo.

<sup>72</sup> *Contra* però si veda CULICCHI, PUNA, *I nuovi strumenti di finanziamento per le imprese: i cd. Mini-bonds*, in *dirittobancario.it*, gennaio 2014, p. 5. Gli A. infatti segnalano un forte limite dei Decreti Crescita dato dall'applicabilità dell'art. 2412 c.c. alle sole società costituite in forma di S.p.A., lasciando fuori le srl, per le quali trova applicazione l'art. 2483 c.c.. Di conseguenza le società a responsabilità limitata per poter emettere *mini-bond* dovrebbero preventivamente deliberare la trasformazione in società per azioni. Mentre si conviene certamente con l'affermazione che l'art. 2412 c.c. si applichi esclusivamente alle società per azioni non si può non notare comunque che alcune innovazioni, seppur più timidamente, siano state introdotte anche con riferimento alle srl. Ci si riferisce alla possibilità per gli stessi titoli di debito delle srl negoziati sui mercati regolamentati di usufruire delle stesse agevolazioni fiscali previste per i *mini-bond* sia in termini di deducibilità che in termini di imposta sostitutiva.

<sup>73</sup> Si fa presente che i Decreti in parola equiparano ai mercati regolamentati i sistemi multilaterali di negoziazione, che costituiscono dei sistemi di negoziazione alternativi ai primi il cui esercizio è riservato ad imprese di investimento, banche e gestori dei mercati regolamentati, come definiti dall'articoli 1, comma 5-*octies* del TUF. L'elenco aggiornato dei sistemi multilaterali di negoziazione comunitari è disponibile sul sito *internet*:

<http://mifiddatabase.esma.europa.eu>

obbligazionario “ExtraMot”<sup>74</sup>, un segmento professionale, denominato “ExtraMot Pro”. Il nuovo segmento è un Sistema Multilaterale di Negoziazione (“MTF”) concepito in maniera tale da offrire alle PMI un mercato nazionale di agevole accesso in cui cogliere le opportunità e i benefici fiscali derivanti dal nuovo quadro normativo. Gli unici requisiti richiesti alle società per l’ammissione dei Titoli alle negoziazioni, infatti, sono: l’aver pubblicato il bilancio degli ultimi due esercizi, di cui l’ultimo sottoposto a revisione contabile e l’aver messo a disposizione un documento informativo di ammissione con alcune informazioni essenziali<sup>75</sup>. Non è richiesta la pubblicazione di un prospetto cd. “di quotazione” ai sensi dell’art. 113 e seguenti del TUF<sup>76</sup>. Successivamente alla quotazione è richiesta la pubblicazione di bilanci annuali revisionati, dei giudizi di *rating* se pubblici, dell’informativa relativa a qualsiasi modifica dei diritti dei portatori degli strumenti (informativa cd. *price-sensitive*<sup>77</sup>), e di eventuali informazioni di carattere tecnico legate alle caratteristiche degli strumenti (e.g. date di pagamento degli interessi, cedole, piani di ammortamento).

---

<sup>74</sup> ExtraMOT è il sistema multilaterale di negoziazione (MTF) di Borsa Italiana per gli strumenti obbligazionari. Il listino del mercato MTF include obbligazioni e altri titoli di debito già ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato dell’Unione Europea, portati in negoziazione su iniziativa di Borsa Italiana o su richiesta di un operatore. Il regolamento prevede inoltre la possibilità di ammettere alle negoziazioni titoli di Stato esteri e, a partire da maggio 2011, obbligazioni bancarie non quotate su domanda dell’emittente o di un operatore da esso incaricato. I requisiti di ammissione al mercato e i requisiti informativi sono definiti nel rispetto della normativa di riferimento al fine di consentire l’accesso al mercato anche ad investitori non professionali. E’ prevista la presenza di operatori specialisti che sostengono la liquidità degli strumenti negoziati. Tale presenza è obbligatoria e rappresenta un requisito di ammissione nonché un requisito di permanenza degli strumenti sul mercato.

<sup>75</sup> In base al regolamento del mercato ExtraMot: “*laddove non sia utilizzato lo schema di cui agli Allegati VII e VIII, IX e XIII 1 del Regolamento Prospetto 809/2004, l’emittente a cui è richiesto di redigere un documento di ammissione deve assicurarsi che il documento stesso contenga come minimo i seguenti elementi :*

1. *persone responsabili (Sezione 1 dell’Allegato IX);*
2. *fattori di rischio (Sezione 3 dell’Allegato IX);*
3. *informazioni sull’emittente (limitatamente alla Sezione 4.1 dell’Allegato IX Storia ed evoluzione dell’emittente);*
4. *struttura organizzativa (Sezione 6 dell’Allegato IX);*
5. *principali azionisti (Sezione 10 dell’Allegato IX);*
6. *informazioni finanziarie riguardanti le attività e passività, la situazione finanziaria e i profitti e perdite dell’emittente (Sezione 11 dell’Allegato IX). In alternativa è allegato al documento di ammissione, l’ultimo bilancio;*
7. *informazioni riguardanti gli strumenti finanziari (Sezione 4 dell’Allegato XIII);*
8. *ammissione alla negoziazione e modalità di negoziazione (Sezione 5 dell’Allegato XIII)”.*

<sup>76</sup> L’art. 113 del TUF prevede che il soggetto che chiede l’ammissione di uno strumento finanziario alle negoziazioni su un mercato regolamentato, come definito dall’art. 1, comma 1, lett. w-ter, del TUF, prima della data stabilita per l’inizio delle negoziazioni medesime, pubblichi un prospetto informativo. Detta norma non si applica alla richiesta di ammissione alle negoziazioni di uno strumento finanziario su un sistema multilaterale di negoziazione. Da qui l’esenzione dall’obbligo di pubblicazione di un prospetto di quotazione sul segmento Extramot Pro gestito da Borsa Italiana.

<sup>77</sup> Cfr. artt. 114 e 181 del TUF.

Il segmento ExtraMot Pro ha la medesima struttura del mercato ExtraMot, ma è consentita la negoziazione ai soli investitori professionali. Il regolamento del mercato prevede infatti espressamente che gli operatori (ovvero gli intermediari aderenti al mercato) non possano ricevere ordini di negoziazione dei Titoli relativi al segmento professionale che non provengano da investitori professionali<sup>78</sup>. Ciò presumibilmente significherà che gli investitori professionali negozieranno i Titoli per conto proprio<sup>79</sup> o per conto di terzi<sup>80</sup>, purché in tale ultimo caso, l'ordine provenga da investitori professionali, salve le considerazioni che saranno svolte in seguito. E', inoltre, facoltativa la presenza di un operatore specialista a sostegno della liquidità del titolo.

Dalle caratteristiche appena esposte emerge chiaramente che la struttura del mercato tiene in debito conto, da un lato le esigenze di economicità e di visibilità degli emittenti i Titoli – si pensi all'esenzione dall'obbligo di pubblicazione di un prospetto informativo di quotazione ai sensi dell'art. 113 e seguenti del TUF, all'assenza dell'obbligo di nomina di un operatore specialista, ai ridotti costi di *listing*<sup>81</sup> e all'ampio spettro di investitori professionali italiani e stranieri aderenti –, dall'altro, e soprattutto, l'essenza propria dei titoli che vi sono quotati, caratterizzati da un grado elevato di rischiosità e tendenzialmente illiquidi<sup>82</sup> – peraltro, né Consob, né Borsa Italiana hanno la responsabilità di esaminare e/o approvare il documento di ammissione alla quotazione dei Titoli, né sotto il profilo della completezza, né sotto il profilo della chiarezza<sup>83</sup>, non è previsto un obbligo di richiesta di *rating*<sup>84</sup> e, in fase di ammissione,

---

<sup>78</sup> Al riguardo, occorre tuttavia precisare che Borsa Italiana non effettua verifiche sulla qualifica degli investitori che operano su tale mercato.

<sup>79</sup> Nello svolgimento del servizio di negoziazione per conto proprio di cui all'art. 1, comma 5, lett. a) del TUF.

<sup>80</sup> Nello svolgimento del servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti di cui all'art. 1, comma 5, lett. b) del TUF.

<sup>81</sup> E' previsto un corrispettivo unico di quotazione per strumento finanziario pari ad euro 2.500,00 indipendentemente dalla durata dello strumento medesimo e nessun costo aggiuntivo o ulteriore durante la vita dello stesso.

<sup>82</sup> Si veda Comunicazione Consob di Livello 3 del 3 marzo 2009, n. DIN/9019104 – *Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi* dove – sul presupposto che i principi esposti sono di generale applicazione e non riguardano solo gli strumenti finanziari, quali obbligazioni bancarie o polizze assicurative, presi in considerazione a titolo esemplificativo dalla comunicazione medesima – è precisato che la condizione di liquidità è presunta ma non assicurata di diritto dalla quotazione del titolo in mercati regolamentati o in MTF. Al riguardo, cfr. anche le Linee guida interassociative per l'applicazione delle misure Consob di livello 3 in tema di prodotti finanziari illiquidi, predisposte da ABI, Assosim, Federcasse, del 5 agosto 2009, dove è previsto che la condizione di liquidità potrebbe essere garantita dalla presenza sul mercato o MTF di un operatore specialista o *market maker*, ovvero dall'impegno dell'intermediario emittente al riacquisto dei titoli secondo criteri prefissati. Ciò che nel caso di specie evidentemente non è in quanto da un lato, l'emittente i titoli è una PMI e non un intermediario, ma soprattutto non è previsto l'obbligo di nomina di uno specialista.

<sup>83</sup> Nel Regolamento del Mercato Extramot, pubblicato da Borsa Italiana, è espressamente previsto che nel documento di ammissione l'emittente inserisca la seguente frase: “*Consob e Borsa Italiana non hanno esaminato né approvato il contenuto di questo documento di ammissione*”

l'unico documento “ufficiale” che l'emittente è tenuto a comunicare al mercato è rappresentato (solo) dall'ultimo bilancio revisionato –, destinati pertanto ad essere sottoscritti esclusivamente da investitori professionali, intenzionati a scommettere sulla realtà aziendale così come (almeno in linea teorica) rappresentata nei documenti di ammissione<sup>85</sup>.

## 6. L'offerta al pubblico dei titoli di debito emessi dalle PMI

Nell'ordinamento italiano qualsiasi operazione volta a realizzare una forma “diffusa” di raccolta di risparmio tra il pubblico, comprese le offerte in Borsa, è soggetta alle disposizioni contenute nella Parte IV, Titolo II, Capo I del TUF, intitolato “Offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita” (art. 93-bis e seguenti del TUF)<sup>86</sup>.

L'offerta al pubblico è definita all'art. 1, co., 1, lett. t) del TUF come “*ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati*”.

La disciplina citata, come si dirà più ampiamente nel prosieguo, è dettata con lo scopo di assicurare agli investitori una tutela specifica, in relazione alle attività rientranti nella definizione di offerta al pubblico, sotto il profilo della trasparenza informativa. In altri

---

<sup>84</sup> La richiesta di un *rating*, ovvero l'assegnazione di un formale giudizio di affidabilità da parte di un soggetto autorizzato, non è obbligatoria ai fini dell'applicazione all'emissione dei titoli da parte delle PMI dei benefici fiscali previsti dalle riforme in parola. E' prassi tuttavia che le PMI emittenti ricorrano alla richiesta di tale assegnazione al fine di garantire maggiore affidabilità e trasparenza all'operazione che intendono effettuare.

<sup>85</sup> Borsa Italiana, nei documenti informativi riguardanti l'adesione al mercato, disponibili sul sito internet di Borsa Italiana al seguente indirizzo:

[http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/formazione/extramotpro/presentazione\\_pdf.htm](http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/formazione/extramotpro/presentazione_pdf.htm)

suggerisce tuttavia agli emittenti, nella predisposizione del documento di ammissione al mercato, di porre particolare attenzione alla descrizione dei principali fattori di rischio specifici della società, come di seguito elencati:

- “*Rischi connessi all'indebitamento;*
- *Rischi legati alla concessione di fidejussioni e/o altre garanzie;*
- *Rischi connessi al contenzioso/Rischi legali;*
- *Dipendenze da fornitori/clienti;*
- *Fattori di rischio connessi al settore in cui l'emittente opera;*
- *Rischi connessi alla mancata riscossione dei crediti;*
- *Rischio di credito legato ai rapporti con parti correlate;*
- *Rischi connessi al tasso di cambio;*
- *Rischi di liquidità delle obbligazioni;*
- *Uso dei proventi”.*

<sup>86</sup> Il Capo I del TUF citato si compone di tre sezioni, la prima delle quali dedicata all'offerta al pubblico di strumenti finanziari comunitari e di prodotti finanziari diversi dalle quote e azioni di Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR), la seconda all'offerta al pubblico di quote o azioni di OICR e la terza alle disposizioni comuni ad entrambe le tipologie di offerta.

termini, la normativa pone una serie di obblighi informativi a carico di emittenti, offerenti e collocatori<sup>87</sup> di prodotti finanziari diretti al pubblico dei risparmiatori con l'obiettivo di ridurre l'asimmetria informativa in merito ai prodotti offerti, immanente tra gli operatori del mercato e i privati, invitati ad investire i propri risparmi. I predetti obblighi informativi si sostanziano essenzialmente nell'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo cd. d'offerta<sup>88</sup>, ossia quel documento avente la funzione di fornire i dati e le notizie rilevanti relative all'emittente/offerdente, ai prodotti e all'offerta, per mettere i destinatari della stessa in grado di compiere scelte di investimento consapevoli.

Il cd. obbligo da prospetto è assolto a seguito dell'approvazione dello stesso da parte di Consob<sup>89</sup>, che svolge una valutazione circa la completezza del documento, ivi incluse la coerenza e la comprensibilità delle informazioni fornite (ovvero una valutazione sulla chiarezza del prospetto informativo). Al riguardo si precisa che Consob non fornisce un giudizio sulla convenienza dell'operazione, ma attesta che il prospetto è conforme alle regole che ne disciplinano la redazione, negando o autorizzando espressamente la pubblicazione a seconda dell'esito del giudizio effettuato.

Inoltre, come innanzi accennato, l'art. 113 del TUF prevede che l'emittente o il soggetto che richiede l'ammissione alle negoziazioni di uno strumento finanziario su un mercato regolamentato pubblici un prospetto informativo cd. di quotazione, cui si applicano gli articoli 94, commi 1, 2, 3, 4, 5, 8, 10 e 11 e 94-bis, commi 1, 2, 3 e 5 del TUF, che disciplinano il contenuto del prospetto informativo e la sua approvazione da parte di Consob, uniformando quindi sotto tale aspetto il prospetto informativo cd. di quotazione a quello cd. di offerta<sup>90</sup>.

L'obbligo di pubblicazione di un prospetto cd. di quotazione si applica tuttavia, come già precisato, solo alle ipotesi di ammissione di strumenti finanziari alle negoziazioni su mercati regolamentati e non su MTF. Le quotazioni dei Titoli emessi dalle PMI sono quindi esenti da tale obbligo.

Per quel che rileva in questa sede, preme invece osservare che il perimetro applicativo dell'offerta al pubblico, come innanzi definita, può essere rilevato, *a contrario*, dall'esame dei casi di inapplicabilità ed esenzione individuati nell'art. 100 del TUF, recante "Casi di inapplicabilità" e regolamentati dalla Consob all'art. 34-ter del cd.

---

<sup>87</sup> I destinatari delle disposizioni sono quindi: 1) il soggetto che emette i prodotto finanziari offerti al pubblico (cd. Emittente), 2) il soggetto che offre tali prodotti al pubblico, ove diverso dall'Emittente (cd. Offerente) e gli intermediari incaricati del collocamento dei prodotti presso il pubblico dei risparmiatori tra cui rileva il responsabile del collocamento. I beneficiari della disciplina sono invece i potenziali investitori.

<sup>88</sup> Salvo talune eccezioni, il prospetto informativo deve essere redatto in conformità agli schemi contenuti nel Regolamento CE n. 809/2004 e successive modifiche e integrazioni.

<sup>89</sup> Cfr. artt. 94-bis e 95 del TUF.

<sup>90</sup> Nel caso di ammissione alla quotazione preceduta da offerta al pubblico il prospetto informativo è unico, come il procedimento propedeutico alla sua pubblicazione davanti a Consob (cfr. art. 63 Regolamento Emittenti).

“Regolamento Emittenti”, adottato con delibera Consob 14 maggio 1999, n. 11971 del 14 maggio 1999, recante i “Casi di inapplicabilità ed esenzione”. Nello specifico, l’art. 100 del TUF individua le operazioni alle quali non si applica la disciplina dell’offerta al pubblico di prodotti finanziari e al contempo delega a Consob il compito di individuare, con proprio regolamento, ulteriori casi di inapplicabilità.

Tra le ipotesi principali di inapplicabilità previste dal combinato disposto dell’art. 100 del TUF e dell’art. 34-ter del Regolamento Emittenti, rilevano le emissioni:

- rivolte ad investitori qualificati<sup>91</sup>;
- rivolte ad un numero di soggetti inferiore a 150, diversi dagli investitori qualificati;
- aventi ad oggetto prodotti finanziari di valore nominale unitario minimo di almeno 100.000 euro.

Pertanto, l’emissione dei Titoli da parte di PMI sarà esente dall’obbligo di pubblicazione del prospetto informativo d’offerta solo nei casi in cui quest’ultima rientri in una delle ipotesi di cui agli articoli sopra citati (e.g. sia destinata ad essere sottoscritta da soli investitori qualificati<sup>92</sup>).

Al riguardo occorre tuttavia evidenziare che, al fine di evitare elusione della disciplina dell’offerta al pubblico, l’art. 100-bis, co. 2, del TUF prevede che *“si realizza una offerta al pubblico anche qualora i prodotti finanziari che abbiano costituito oggetto in Italia o all’estero di un collocamento riservato a investitori qualificati siano, nei dodici mesi successivi, sistematicamente rivenduti a soggetti diversi da investitori qualificati e tale rivendita non ricada in alcuno dei casi di inapplicabilità previsti dall’articolo 100”*. Come da più parti ricordato in dottrina, si tratta di una norma introdotta a seguito dei *crack* finanziari che hanno interessato il mercato italiano nei primi anni 2000 coinvolgendo alcuni gruppi industriali italiani (Cirio, Parmalat, Giacomelli e altri), i quali emettevano titoli altamente rischiosi riservandoli alla sottoscrizione di investitori qualificati, i quali però li trasferivano alla loro clientela al dettaglio, omettendo la pubblicazione del prospetto informativo e la relativa procedura d’autorizzazione da parte della Consob<sup>93</sup>. Tale norma consente quindi l’applicazione della disciplina delle offerte al pubblico ad attività che non rientrano nell’ambito di applicazione della stessa, ma consistono ad esempio nella prestazione da parte dell’investitore qualificato – ove si

<sup>91</sup> Cfr. nota n. 9 al presente documento e *infra* paragrafo 4.

<sup>92</sup> Sul punto si precisa che Borsa Italiana, prima di ammettere un Titolo alla quotazione, nell’ambito dei poteri riservati alla stessa dal Regolamento del mercato ExtraMot, può richiedere all’ Emittente una dichiarazione con la quale questi attesta sotto la propria responsabilità che l’emissione dei titoli di cui si richiede l’ammissione alle negoziazioni rientra in una delle ipotesi di esenzione dall’obbligo di pubblicazione del prospetto cd. “d’offerta” previste dagli artt. 100 del TUF e 34-ter del Regolamento Emittenti.

<sup>93</sup> Si veda FELICIANI, IMBORNONE, *Manuale del Mercato Mobiliare*, Iudica (a cura di), Torino 2012, p. 108 ss.; ANNUNZIATA, *La disciplina del Mercato Mobiliare*, Torino, 2014, p. 342.

precisa si tratti di un intermediario autorizzato alla prestazione dei servizi e attività di investimento e rivesta quindi la qualifica di soggetto abilitato ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett r)<sup>94</sup> e comma 5<sup>95</sup> del TUF –, che ha sottoscritto in prima battuta i Titoli, di un servizio di investimento come la negoziazione per conto proprio o l'esecuzione di ordini per conto terzi<sup>96</sup>.

Da quanto detto emerge che, diversamente dall'emissione dei Titoli da parte delle srl – soggetta per espressa previsione dell'art. 2483 del codice civile<sup>97</sup> alla sottoscrizione da parte di investitori qualificati e quindi esente *ex lege* dall'obbligo di pubblicazione del prospetto, salva la garanzia della solvibilità dell'emittente in caso di trasferimento da parte di questi a investitori *retail* – l'emissione dei Titoli da parte di S.p.A.<sup>98</sup> è soggetta all'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo cd. d'offerta, a meno che l'emissione stessa non ricada in una delle esenzioni di cui all'art. 100 del TUF e 34-ter del Regolamento Emittenti.

Ciò nonostante, inoltre, l'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo rivive, questa volta in capo all'intermediario che intende trasferire<sup>99</sup> i Titoli alla propria clientela *retail*, nell'ipotesi di successiva<sup>100</sup> “rivendita sistematica degli stessi”<sup>101</sup>.

---

<sup>94</sup> La quale comprende: “*le Sim, le imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia, le imprese di investimento extracomunitarie, le Sgr, le società di gestione armonizzate con succursale in Italia, le Sicav nonché gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario e le banche italiane, le banche comunitarie con succursale in Italia e le banche extracomunitarie, autorizzate all'esercizio dei servizi o delle attività di investimento*”.

<sup>95</sup> Ai sensi dell'art. 1, co. 5, del TUF : “per “*servizi e attività di investimento*” si intendono i seguenti, quando hanno per oggetto strumenti finanziari:

- a) *negoziazione per conto proprio;*
- b) *esecuzione di ordini per conto dei clienti;*
- c) *sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;*
- c-bis) *collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;*
- d) *gestione di portafogli;*
- e) *ricezione e trasmissione di ordini;*
- f) *consulenza in materia di investimenti;*
- g) *gestione di sistemi multilaterali di negoziazione”.*

<sup>96</sup> Cfr. GABRIELLI, *Il Testo Unico della Finanza*, sub art. 100-bis, Frattini, Gasparri (a cura di), Torino, 2012, 1175.

<sup>97</sup> L'art. 2483, comma 2, c.c. prevede infatti che “*i titoli ... possono essere sottoscritti solo da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima*”.

<sup>98</sup> Si fa riferimento ai Titoli emessi ai sensi dell'attuale art. 2412, comma 5, del codice civile, e destinati ad essere quotati sull'ExtraMot Pro.

<sup>99</sup> Cfr. ASSONIME, *Le nuove disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*, Circolare n. 12 del 12 aprile 2006, in *Riv. Soc.* 2006, 484, dove si legge: “*ai fini dell'applicazione di tale disposizione non rileva se la vendita avvenga si richiama o meno del cliente risparmiatore*”.

Si veda altresì GABRIELLI, *Il Testo Unico della Finanza*, cit., dove si legge: “*[...] non assume rilievo alcuno l'individuazione del soggetto che richiede di concludere il contratto di compravendita dei prodotti*

D'altra parte, nell'ipotesi in cui il trasferimento dei Titoli dall'investitore qualificato/soggetto abilitato ai sottoscrittori *retail* sia consentito, in quanto ad esempio sia pubblicato un prospetto informativo cd. d'offerta, il primo potrà negoziare i titoli per conto proprio o per conto terzi o ancora inserirli in proprie linee di gestione di portafogli individuali, purché in tale ultimo caso, secondo l'interpretazione data da Consob, la scelta di investire provenga da istruzioni specifiche dei clienti<sup>102</sup>, naturalmente avendo riguardo alle cautele previste dall'art. 21 del TUF da adottare nei confronti dei sottoscrittori *retail*, con particolare riferimento a quelle in materia di conflitti di interesse e valutazione dell'appropriatezza o, se del caso, dell'adeguatezza dei Titoli al profilo di rischio dei clienti<sup>103</sup>.

---

*finanziari. Tale richiesta può provenire dall'intermediario, che ha le obbligazioni in portafoglio, oppure dal cliente. Ne consegue che anche in caso in cui la Banca venda i titoli su richiesta del cliente possa trovare applicazione la norma in commento, sempre che la vendita sia avvenuta nei dodici mesi successivi all'offerta riservata e ne ricorra il carattere di sistematicità". Per quanto concerne il tema della rilevanza dell'iniziativa rispetto all'acquisto del titolo nei contratti di gestione di portafogli individuali, si rinvia a quanto esposto nella nota 102.*

<sup>100</sup> Si ricorda che l'obbligo di pubblicazione del prospetto sussiste, ai sensi dell'art. 100-bis, comma 2, del TUF, se il successivo trasferimento dei titoli avviene entro l'anno dalla sottoscrizione degli stessi da parte dell'intermediario.

<sup>101</sup> Si veda SANGIOVANNI, *Circolazione dei prodotti finanziari e offerta al pubblico nell' art. 100 bis TUF*, in *Giur. It.*, 2008, p. 2891, dove si legge: "Si può escludere che la vendita in pochi casi di prodotti finanziari nei primi 12 mesi a investitori non qualificati configuri la sistematicità richiesta dalla legge. Per il resto bisognerà confrontare ex post l'ammontare della emissione originaria (si supponga 100 milioni di euro) e stabilire in che percentuale tale emissione sia rivenduta a investitori non qualificati. Se tale percentuale supera il 50% (nell'esempio fatto: sono stati venduti a investitori non qualificati almeno 50 milioni di euro del prodotto finanziario rilevante nei primi 12 mesi) è altamente probabile che si sia verificata una rivendita sistematica".

*Contra* PALMIERI, *sub art. 100-bis*, in *Commentario T.U.F.*, Vella (a cura di), Torino, 2012, p. 986, dove con riferimento al concetto di sistematicità si legge: "sembra potersi affermare che tale caratteristica debba essere intesa contraddistinguere quelle cessioni, contrattate singolarmente, che, seppure temporalmente frammentate o intervallate dalla riacquisizione temporanea dei titoli ceduti, appaiono realizzare, per il loro contenuto seriale, un'operazione unitaria di cessione dei titoli".

<sup>102</sup> Il tema dell'applicabilità dell'art. 100-bis al servizio di gestione di portafogli, di cui all'art. 1, comma 5, del TUF, è affrontato da Consob nel documento di Consultazione del 12 maggio 2006, diffuso in occasione dell'attuazione del nuovo art. 100-bis del TUF, dove si legge: "Ulteriormente, occorre definire se un intermediario gestore (specie individuale) che inserisse i prodotti in questione nei portafogli dei clienti gestiti *retail* risponda della solvenza dell'emittente (o debba consegnare il documento informativo). La risposta appare, di norma, negativa. Al di fuori di casi di elusione della disciplina (il cui accertamento porterebbe all'applicazione piena dell'art. 100-bis, del TUF), si deve osservare che il gestore individuale, che, come tale, è un investitore professionale, decide discrezionalmente quali titoli inserire nel portafoglio del cliente gestito. Non deve ricevere certamente il documento informativo dalla controparte da cui acquistasse titoli non oggetto di prospetto, ma non dovrebbe neppure consegnare il suddetto documento al cliente nel cui patrimonio tali titoli sono inseriti, non essendo tale decisione una scelta diretta del cliente medesimo. A scelte opposte dovrebbe pervenirsi per i casi in cui la scelta di investire nei menzionati derivasse da una diretta istruzione vincolante del cliente gestito".

<sup>103</sup> Si veda l'art. 21 del TUF: dove è espressamente previsto che "Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori, le Sim, le imprese di investimento extracomunitarie, le Sgr,

Tra gli investitori qualificati/soggetti abilitati che nella pratica stanno dimostrando maggiore interesse verso queste nuove *asset class* quotate vi sono le società di gestione di fondi comuni di investimento collettivo. In particolare, stanno via via nascendo fondi cd. di *mini-bond*, ovvero fondi comuni specializzati nella sottoscrizione dei Titoli emessi dalle PMI e quotati sul segmento professionale del mercato ExtraMot Pro<sup>104</sup>.

All'offerta al pubblico delle quote dei fondi cd. di *mini-bond* si applicano le regole previste dagli articoli 93 bis e seguenti e 98-ter e seguenti del TUF, i quali disciplinano l'offerta al pubblico di quote o azioni di OICR aperti e chiusi e prevedono la pubblicazione, previa approvazione da parte di Consob, del prospetto informativo e, nel caso di OICR aperti, del documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (cd. "*Key Information Investor Document*" o "KIID").

## 7. Conclusioni

Gli interventi del legislatore, con i Decreti in parola, si innestano in un complessivo quadro di riforma del sistema di finanziamento delle imprese. La prolungata crisi economica e finanziaria ha infatti costretto le banche, primi sovvenzionatori delle imprese italiane, ad effettuare importanti interventi di patrimonializzazione che sono consistiti, *inter alia*, nella riduzione degli impieghi e degli affidamenti nei confronti del tessuto produttivo nazionale. Tale elemento, unitamente a tutta un'altra serie di circostanze – come il fatto che siamo un'economia prevalentemente manifatturiera (la seconda per importanza in Europa), che abbiamo un livello di debito pubblico che impediva (ed impedisce) qualsiasi politica "espansiva" dello Stato nonché un apparato burocratico-amministrativo poco efficiente e farraginoso e che siamo un sistema "bancocentrico", caratterizzato da tante piccole imprese poco capitalizzate e, di conseguenza, dipendenti dalle erogazioni bancarie – ha portato le nostre imprese a risentire degli effetti della crisi con maggiore intensità rispetto alle altre economie avanzate<sup>105</sup>.

---

*le società di gestione armonizzate, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario, le banche italiane e quelle extracomunitarie:*

*a) adottano ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti, e li gestiscono, anche adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti;*

*b) informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lettera a) non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato [...]".* Si vedano anche gli articoli 39, 40, 41 e 42 del Regolamento Intermediari, relativi al giudizio di adeguatezza o appropriatezza al profilo di rischio del cliente.

<sup>104</sup> Cfr. FIRPO, *I mini Bond e la riforma del decreto Destinazione Italia*, cit..

<sup>105</sup> Si veda anche sul punto quanto espresso nella *Lectio Magistralis* del Presidente della Consob, Giuseppe Vegas, all'Università degli Studi di Catania del 10 aprile 2014, dal titolo: "*Il Mercato finanziario: problemi e prospettive*", p. 3.

La risposta del Governo, seppur con alcune accelerazioni degne di nota<sup>106</sup>, è stata (sfortunatamente) per certi versi tardiva e, per altri, comunque non frutto di una visione organica del sistema normativo, ma concentrata su interventi *spot* poco coordinati tra loro. Probabilmente il portato di questa mancata coerenza è stata anche l'instabilità governativa che ha determinato in questi anni di recessione il susseguirsi di ben quattro esecutivi diversi con, appunto, *vision* ed approcci differenti.

Solo per citare i principali interventi (ulteriori rispetto a quelli analizzati nel presente lavoro) l'azione del legislatore si è concentrata, senza mai però essere sufficientemente incisiva, sulle procedure concorsuali e di gestione della crisi, sulla semplificazione della struttura delle società a responsabilità limitata (con l'introduzione di una figura di srl semplificata e la possibilità per le srl di nuova costituzione di avere un capitale sociale inferiore a 10.000 euro ma pari ad almeno 1 euro), sull'introduzione della cd. *start-up* innovativa e sul correlato tema dell'*equity crowdfunding*.

Limitandosi in questa sede ad esprimere una valutazione sulle modifiche introdotte dai Decreti alla disciplina delle cambiali finanziarie, delle obbligazioni e dei titoli di debito non si può che riscontrare quanto segue:

- da un lato, l'approccio eccessivamente timido e cautelativo del legislatore, in special modo con riferimento a quegli strumenti emessi da srl, che restano, in ogni caso, sottoscrivibili solo da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale;
- dall'altro, l'efficace binomio "incentivo fiscale-quotazione", che agevola l'interesse sulle PMI italiane da parte di un'ampia platea di potenziali investitori italiani e stranieri.

Si auspica quindi che, nel futuro, tali previsioni possano essere corrette nel senso (almeno) di avvicinare la legislazione sui titoli di debito delle srl di cui all'art. 2483 c.c. a quella in materia di emissioni obbligazionarie prevista, per le S.p.A., dall'art. 2412, comma 5 c.c. togliendo (o comunque "ammorbidendo") almeno parte dei vincoli qualitativo-quantitativi (taglio minimo di emissione di 50.000 euro ed obbligo di sottoscrizione da parte di investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale) previsti per tali strumenti. Ciò senza tuttavia dimenticare come il rischio di tali investimenti sia comunque consistente e come lo stesso debba essere, applicando tutte le cautele del caso, assunto e mantenuto da soggetti in grado di apprezzarlo.

---

<sup>106</sup> Si pensi alla disciplina sull'*equity crowdfunding* in cui la legislazione italiana (di primo e secondo livello), per una volta, si è dimostrata all'avanguardia essendo una delle poche nell'Europa continentale (ma anche nel mondo) ad avere previsto una disciplina analitica sul tema.