

Note minime a margine delle recenti modifiche normative in tema di cambiali finanziarie

Riccardo Paganin

(Dottorando di ricerca in Diritto europeo dei contratti civili, commerciali e del lavoro nell'Università Ca' Foscari Venezia)

Abstract The article provides an overview of the Italian legal framework regulating the “cambiali finanziarie” (debt instruments similar to the commercial papers introduced under the UK and US legal system) as resulting from the reform occurred in 2012. Particular attention is reserved to the amendments made to the provisions concerning the issue and the transfer of the “cambiali finanziarie” with a special focus on the possibility of such instruments being issued under a dematerialisation regime (i.e., without being represented by a physical document).

Sommario 1. Premessa: ragioni ed obiettivi dell'intervento riformatore. – 2. Emissione, scadenza e circolazione. – 3. Profili soggettivi dell'emittente e del prenditore. Circolazione. – 4. (segue) Identità, ruolo e compiti dello sponsor. – 5. La certificazione del bilancio per i soggetti non quotati. – 6. L'emissione in forma dematerializzata e la natura cambiaria del titolo.

1 Premessa: ragioni ed obiettivi dell'intervento riformatore

Con il d.l. 22 giugno 2012, n. 83 (convertito, con modifiche, dalla l. 7 agosto 2012, n. 134) il legislatore ha novellato la disciplina in materia di cambiali finanziarie di cui alla l. 13 gennaio 1994, n. 43.

L'opera riformatrice che – per lo meno in termini quantitativi – si rivela di considerevole rilievo, si inserisce nel novero degli interventi volti a facilitare l'accesso delle imprese al credito non bancario mediante l'introduzione di strumenti finanziari che creino un contatto diretto tra il pubblico dei risparmiatori e le imprese attraverso il mercato dei capitali. Sotto un profilo più generale di politica del diritto, può facilmente intuirsi come questo fenomeno (comunemente noto come *disintermediazione creditizia*¹) si prefigga l'obiettivo di fornire nuovi canali di finanziamento a quel cetto imprenditoriale, prevalentemente composto da piccole e medie imprese,

¹ In materia si vedano, *ex multis*, CAPO, *Le cambiali finanziarie*, in *La raccolta non bancaria del risparmio tra il pubblico*, a cura di Fauceglia, Torino, 1996, p. 134; PARACAMPO, *Le cambiali finanziarie nella legge 13 gennaio 1994 n. 43*, in *Riv. dir. imp.*, 1996, p. 179 e, più recentemente, SPAGNUOLO, *La cambiale finanziaria tra forma cartolare e funzione finanziaria*, Torino, 2012, p. 1 ss.

che stenta ad adeguarsi ai mutamenti occorsi al sistema creditizio sempre più caratterizzato, per molteplici e differenziate ragioni, dalla scarsità degli apporti rinvenienti dalle fonti bancarie tradizionali².

In questo contesto, preso atto della scarsissima fortuna cui le cambiali finanziarie erano andate incontro fin dalla loro genesi, si è finalmente³ deciso di porre in essere un intervento di rivitalizzazione dell'istituto che ponesse rimedio ai limiti che, nel corso degli anni, la dottrina aveva messo in luce⁴ e, al contempo, rispondesse in modo efficace alle mutate istanze provenienti dal tessuto economico-imprenditoriale.

Le principali direttrici su cui si è concentrato l'intervento di riforma hanno pertanto inciso sugli aspetti che, in passato, erano stati indicati come i principali responsabili della mancata diffusione delle cambiali finanziarie prevedendo, in particolare: la modifica, in senso maggiormente permissivo, dei limiti minimi e massimi di durata, il riordino della disciplina che individua il novero di soggetti abilitati all'emissione, l'introduzione della possibilità di emettere i titoli anche in forma dematerializzata e il rafforzamento dei benefici fiscali⁵.

La portata di tali modifiche, cui si darà brevemente conto nelle pagine che seguono, ha avuto un impatto così significativo sull'istituto in esame da riaccendere il dibattito sulla stessa natura giuridica di questo strumento⁶

2 La relazione di accompagnamento alla legge di conversione del d.l. 22 giugno 2012, n. 83 evidenzia a tal riguardo come «l'introduzione della nuova regolamentazione Basilea III determin[ia] un prolungato periodo di razionamento del credito all'economia» e come, pertanto, si renda necessario «aprire un circuito d'intermediazione diretto tra risparmio ed investimento per indirizzare stabilmente parte delle risorse raccolte a lungo termine [...] verso il sistema produttivo delle PMI nazionali».

3 Giova ricordare che, prima della disciplina qui in commento, si erano registrati altri numerosi tentativi di riforma che, pur avendo ambizioni simili, si erano arenati molto prima di vedere la luce. Per una ricostruzione si veda, BRIOLINI, *La nuova disciplina delle cambiali finanziarie*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2013, p. 895, nt. 1.

4 Le critiche avanzate dagli studiosi sono molteplici e di diversa natura: alcuni (GIANNELLI A., *Strumenti finanziari e dematerializzazione*, in *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di Sfameni e Giannelli, Milano, 2013, p. 248) hanno posto l'accento sul trattamento fiscale cui erano soggetti gli strumenti, maggiormente oneroso rispetto ad altre forme tradizionali di investimento del risparmio quali i titoli del debito pubblico, altri (da ultimo, URBANI, *Le cambiali finanziarie nelle dinamiche del mercato*, Padova, 2013) hanno evidenziato come la ragione vada prima di tutto ricercata nella normativa di rango secondario che imponeva limiti gravosi all'emittente non quotato quale l'obbligo di procurarsi una garanzia per un importo almeno pari al 50% del valore dei titoli da emettere. Tali limiti andavano naturalmente a cumularsi a quelli strutturali derivanti dalla normativa primaria che prevedeva, tra l'altro, una scadenza minima di tre mesi e una necessaria materialità cartolare del titolo che rendeva estremamente difficoltoso l'accesso ai mercati dei capitali.

5 Aspetto, quest'ultimo, che esula dall'ambito della presente trattazione.

6 Cfr. MASI, voce *Cambiale finanziaria*, in *Enc. giur. Treccani*, V, Roma, 1995, p. 7; SPADA, *Dai titoli cambiari ai valori mobiliari (Suggerimenti della «leggina» sulle cambiali finanziarie)*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, p. 500, e, a seguito della recente riforma, URBANI, *op. cit.*, p. 41 ss.

che – pur qualificandosi come “cambiale” e, in quanto tale, titolo di credito avente natura cartolare – presenta indubbiamente alcune caratteristiche che lo avvicinano all’universo, dai confini più labili e complessi, dei titoli di massa.

D’altro canto, sotto il profilo della prassi applicativa, non può tacersi, invece, come, nonostante gli sforzi profusi da legislatore, il ricorso a questo strumento da parte degli operatori risulti ancor’oggi, a quasi due anni dall’entrata in vigore della riforma, abbastanza circoscritto.

2 Emissione, scadenza e circolazione

L’art. 1 della nuova disciplina in tema di cambiali finanziarie si apre enunciando che «*le cambiali finanziarie sono titoli di credito all’ordine emessi in serie ed aventi una scadenza non inferiore a un mese e non superiore a trentasei mesi dalla data di emissione*»⁷.

Emerge qui la prima significativa novità del disegno riformatore, che è intervenuto sia sulla durata minima (abbassata da tre a un mese) sia sulla durata massima del prestito cambiario (elevata da dodici a trentasei mesi). Le modifiche in esame – frutto di aggiustamenti apportati anche in sede di conversione del decreto legge di riforma⁸ – mirano con tutta evidenza a conferire una maggiore flessibilità allo strumento, ampliandone così le possibilità di utilizzo. Tale correzione recepisce le indicazioni provenienti dai numerosi disegni di legge precedenti⁹, i quali non avevano mancato di rilevare come un ampliamento dei limiti minimi e massimi di durata del prestito cambiario avrebbe permesso agli operatori di utilizzare i titoli per far fronte ad esigenze di credito legate tanto al brevissimo quanto al medio-lungo termine, consentendo così alle cambiali di affiancarsi e/o sostituirsi, da un lato, agli affidamenti bancari tradizionali e, dall’altro, almeno parzialmente, alle tradizionali emissioni obbligazionarie.

7 Con riferimento alla durata, si ripropone il tema – già affrontato dalla dottrina nel vigore della precedente disciplina – di quali modalità di indicazione della data di scadenza previste dalla legge cambiaria (“a vista”, “a certo tempo vista”, “a certo tempo data” e “a giorno fisso”) siano compatibili con l’impianto normativo della cambiali finanziarie. A questo riguardo, data per scontata la legittimità della scadenza “a giorno fisso”, sembra che l’unica altra tipologia di scadenza ammissibile sia quella “a certo tempo data” (ovvero quella in cui la scadenza viene fissata ad un certo numero di giorni decorrenti dalla data di emissione) considerato che le altre tipologie di scadenza non appaiono compatibili con il divieto di raccolta di fondi a vista sancito dall’art. 11, co. 5, del d.lsg. 1 settembre 1993, n. 385 cc.d. Testo unico bancario (t.u.b.), la cui disciplina, come si vedrà a breve, è espressamente richiamata dalla legge in commento.

8 In particolare, in base al testo originario del d.l. 22 giugno 2012, n. 83, la durata dei titoli doveva essere compresa in un intervallo temporale compreso tra uno e diciotto mesi, elevati poi trentasei solo in sede di conversione.

9 Per una ricostruzione del dibattito si rimanda a BRIOLINI, *op. cit.*, p. 897 ss.

A quest'ultimo riguardo, è stato giustamente osservato¹⁰ come oggi – per effetto delle intervenute modifiche – le cambiali finanziarie possano divenire, per taluni tipi di emissioni¹¹, un'alternativa al prestito obbligazionario. La scelta tra i due tipi di strumenti, peraltro, non è affatto neutrale sotto il profilo delle conseguenze giuridiche, atteso che le cambiali finanziarie sono soggette a una differente regolamentazione per quanto concerne i limiti quantitativi¹² (e temporali) all'emissione e non richiedono alcuna modifica sotto il profilo della *corporate governance societaria*¹³.

Di contro, tuttavia, oltre ai già menzionati vincoli derivanti dalla durata massima dello strumento¹⁴, le cambiali si rivelano molto meno duttili sotto

10 Cfr. URBANI, *op. cit.*, p. 54.

11 In particolare, per le emissioni aventi una durata fino a 36 mesi da parte di soggetti abilitati ad emettere sia cambiali finanziarie che obbligazioni tradizionali (cfr., in proposito, quanto detto *infra* nel testo al successivo par. 3).

12 L'individuazione dei limiti quantitativi relativi all'emissione di cambiali finanziarie sono da ricercarsi nella normativa secondaria e, in particolare, nelle *Istruzioni di Vigilanza per le banche* emesse dalla Banca d'Italia (tit. IX, cap. 2, sez. IV) e nella delibere del CICR del 19 luglio 2005 e del 22 febbraio 2006. La disciplina di dettaglio, estremamente diversificata a seconda dei soggetti, prende a riferimento il valore complessivo di tutti gli strumenti di raccolta, comunque denominati, emessi dall'emittente e delle garanzie da quest'ultimo rilasciate per simili emissioni effettuate da altri soggetti. L'importo così calcolato non può superare (i) per le s.p.a., le s.a.p.a. e le società cooperative il limite stabilito, per le obbligazioni, dall'art. 2412 c.c. (fatte salve le deroghe ivi previste) e (ii) per le s.r.l. e le cooperative assoggettate alla medesima disciplina, i limiti indicati, rispettivamente, agli artt. 2483 e 2526 c.c. (per un'efficace ricognizione in materia si veda URBANI, *op. cit.*, p. 77 ss. e quanto detto alla successiva nt. 39).

13 A questo proposito, non si è mancato di rilevare come l'assenza di organi societari aventi il precipuo compito di tutelare gli interessi dei prenditori di cambiali finanziarie (così come previsto in tema di obbligazioni) sollevi delicati problemi di tutela di questi soggetti atteso che, in questo modo, le uniche garanzie per gli stessi sarebbero rappresentate, oltre che dall'impianto normativo di riferimento, dall'attività di supervisione delle autorità preposte alla tutela del risparmio (cfr. URBANI, *op. cit.*, p. 54). In ogni caso, tali esigenze – senza dubbio apprezzabili sotto un profilo di giustizia sostanziale – non sembrano poter giustificare un'applicazione analogica delle disposizioni di cui agli artt. 2410 ss. c.c. che, d'altra parte, non trova alcun appiglio nel dato legislativo (in questo senso, URBANI, *op. cit.*, p. 79; SPANO, *Accettazioni bancarie*, in *Diz. dir. priv.* a cura di Irti, Milano, 1981, p.20; FENGHI, *Emissione di valori mobiliari e diritto all'informazione*, in *Riv. soc.*, 1983, p. 494; *contra* LIBONATI, *Commento sub. art. 12 l. 23 marzo 1983*, n. 77, in *Nuove leggi. civ. comm.*, 1984, p. 501 e VISENTINI, *Emissione e collocamento di valori mobiliari: prime note di commento agli artt. 11-14 della legge 23 marzo 1983*, n. 77, in *Riv. soc.*, 1983, p. 889). Le considerazioni che precedono, tuttavia, non impediscono all'emittente di riconoscere, in via autonoma, una forma di rappresentanza organica ai prenditori di cambiali finanziarie sul modello di quella attribuita ai sottoscrittori di obbligazioni. Tale scelta, invero, potrebbe divenire piuttosto comune tra gli emittenti, posto che la parziale sovrapposizione venutasi a creare tra l'ambito di operatività delle cambiali finanziarie e quello delle obbligazioni tradizionali potrebbe favorire la diffusione di un siffatto modello.

14 Vincoli che, in ogni caso, potrebbero divenire meno stringenti laddove l'emittente si accordasse con i prenditori dello strumento per il rinnovo a scadenza, totale o parziale, del prestito cambiario (c.d. *roll-over*). A questo riguardo, giova precisare che, nel caso di rinnovo dei titoli

il profilo del riconoscimento di diritti di remunerazione, difettando di quegli ampi margini di autonomia che oggi l'ordinamento riconosce agli operatori nella strutturazione del prestito obbligazionario.

I due strumenti sembrano invece presentare un punto di contatto per quanto riguarda l'organo competente a deliberarne l'emissione poiché – sebbene la legge qui in esame sia silente sul punto – non pare potersi dubitare che, quantomeno nelle società per azioni¹⁵, tale compito spetti, così come avviene per le obbligazioni, all'organo amministrativo¹⁶.

Inoltre, sempre con riferimento all'emissione, risulta confermata anche all'esito della riforma la caratteristica secondo cui le cambiali finanziarie sono titoli «*emessi in serie*». Tale previsione implica che l'emissione di tali titoli debba considerarsi come “serie chiusa”¹⁷ ovvero come un'operazione unitaria in cui l'importo complessivo finanziato viene predeterminato in misura fissa al momento del rilascio del titolo.

Tale principio subisce tuttavia una parziale deroga nei casi in cui l'emissione non comporti sollecitazione all'investimento e raccolta di risparmio tra il pubblico¹⁸ ai sensi dell'art. 11 t.u.b., poiché, in tale circostanza, verrebbero meno i vincoli posti dalla normativa secondaria in materia¹⁹.

Le considerazioni che precedono hanno indotto la dottrina²⁰ a parlare,

prima della relativa data di scadenza, si potrà procedere all'operazione solo laddove l'estensione del termine di durata (nel limite dei 36 mesi consentiti dalla legge) abbia ad oggetto la serie cambiaria nella sua interezza. Diversamente, infatti, verrebbe meno quel requisito di unitarietà ed omogeneità dei titoli che caratterizza le emissioni «in serie» (così BASSI, *Disciplina delle cambiali finanziarie*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1997, p.82, sull'emissione «in serie» si rimanda a quanto detto *infra* nel testo dell'articolo).

15 Tale principio appare comunque estensibile a tutti i soggetti abilitati all'emissione di cambiali finanziarie avuto riguardo alla natura prettamente gestoria di quest'atto e al fatto che non trovano qui applicazione i vincoli imposti dalle norme in tema di obbligazioni (si veda, tuttavia, anche quanto detto alla successiva nt. 16).

16 Sembra tuttavia opportuno fare salva la possibilità per lo statuto di prevedere una deroga di tale competenza a favore dell'assemblea straordinaria.

17 Questa, per lo meno, l'opinione della maggior parte della dottrina (cfr. CAPO, *op. cit.*, p. 151, SPAGNUOLO, *op. cit.*, p. 84 ss.) che risulta confermata anche dallo stesso art. 1 *bis*, co. 2, lett. a), che, in relazione alle cambiali finanziarie da emettersi in forma dematerializzata, richiede che l'emittente indichi «*l'ammontare totale dell'emissione*» (cfr., in proposito, quanto detto al successivo par. 6).

18 Così SPADA, voce *Cambiale Finanziaria*, in *Enc. dir., Agg. I*, Milano, 1997, p. 84 e, più recentemente, BRIOLINI, *op. cit.* p. 900, contrari, invece, FAUCEGLIA, *La cambiale finanziaria tra le discipline del titolo di credito e del valore mobiliare*, in *Riv. dir. comm.*, 1996, I, p. 628 e BASSI, *Disciplina delle cambiali finanziarie*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1997, p. 81.

19 Ci si riferisce, in particolare, alle *Istruzioni di Vigilanza* della Banca d'Italia che richiedono che le cambiali riportino «*l'ammontare complessivo dell'emissione di cui la cambiale fa parte*».

20 In questo senso SPADA, *op. cit.*, p. 267 e, da ultimo, URBANI, *op. ult. cit.*, p. 50; *contra* MASI, *op. cit.*, p. 2 secondo cui i titoli emessi in sovra-emissione perderebbero automaticamente la

con riferimento alla cambiali finanziarie, di “serie chiusa in senso debole” e ad ipotizzare che siano astrattamente configurabili anche ipotesi di c.d. “sovra-emissione” - ovvero di emissione dei titoli per un importo eccedente l’ammontare predeterminato - nelle quali i titoli, pur essendo soggetti alla decadenza dai benefici fiscali loro garantiti dalla legge, manterrebbero ferma la propria natura cambiaria con conseguenze solo sul piano sanzionatorio per l’emittente in caso di mancato rispetto della normativa bancaria sulla raccolta del risparmio tra il pubblico (se applicabile)²¹.

Più complessa appare invece la questione relativa al possibile inquadramento delle cambiali finanziarie tra i c.d. “titoli di massa”. Se da un lato, infatti, questo strumento presenta indici tipicamente riconducibili ai titoli individuali - tra cui, primo fra tutti, il *nomen iuris*²² e l’emissione come titoli all’ordine - non può tacersi di come altrettanto significative appaiono le caratteristiche generalmente proprie dei titoli di massa come, ad esempio, l’emissione seriale di tipo chiuso che, per sua stessa natura, comporta l’ingresso sul mercato di titoli aventi le medesime caratteristiche all’interno di ciascuna serie.

A tal proposito, occorre subito chiarire che la questione - largamente dibattuta tra gli studiosi²³ - non ha unicamente una natura classificatoria ma presenta conseguenze non trascurabili sul piano della disciplina applicabile in quanto, dalla qualificazione delle cambiali come “titoli di massa” discenderebbe, *inter alia*, la possibilità di riunire o frazionare i titoli in circolazione ai sensi dell’art. 2000 c.c.²⁴, la possibilità di riprodurre la firma sui titoli in modo meccanizzato (pel tramite dell’art. 2354, co. 4 c.c., dettato in tema di azioni ma ritenuto applicabile in modo estensivo ai

propria natura cambiaria. Più articolata invece la posizione di CATERINO, *Le cambiali finanziarie tra anomalie genetiche e difficoltà sistematiche*, in *Riv. soc.*, 1996 p. 1216 ss. che ritiene ammissibile la sovra-emissione solo laddove essa comporti unicamente il mancato rispetto della normativa di cui all’art. 11 t.u.b. e non anche nel caso in cui vengano immessi in circolazione titoli per un importo superiore a quello deliberato.

21 Sulla possibilità di emettere cambiali finanziarie senza che queste ultime costituiscano una forma di «raccolta del risparmio tra il pubblico» ma semplice «raccolta del risparmio» cfr. quanto detto *infra*, nt. 43.

22 È la stessa legge sulle cambiali finanziarie a precisare (art. 1, co. 2) che esse «sono equiparate ad ogni effetto di legge alle cambiali ordinarie».

23 Favorevoli alla qualificazione delle cambiali come titoli di massa CAPO, *op. cit.*, p. 150 ss. e PARACAMPO, *op. cit.*, p. 181; contrario, invece, SALAMONE, *La nozione di «strumento finanziario» tra unità e molteplicità*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, p. 730, nt. 29.

24 Cfr., recentemente, SPAGNUOLO, *op. cit.*, p. 82 ss.

titoli di massa)²⁵ e – secondo alcuni²⁶ – la possibilità di applicare le norme sull’acquisto a titolo originario tra cui, *in primis*, l’usucapione²⁷.

In realtà, come è stato giustamente osservato²⁸, la distinzione tra titoli di massa e titoli individuali non opera in modo aprioristico ma deve essere necessariamente collocata nel contesto in cui lo strumento – e quindi, nel caso che ci occupa, la cambiale finanziaria – viene emesso e fatto circolare. Si potrà così parlare di “titolo di massa” ogniqualvolta tale cambiale venga in rilievo come frazione di una più vasta operazione di finanziamento, mentre occorrerà avere riguardo ai profili “individuali” dello strumento in tutti quei casi in cui si è chiamati a pronunciarsi sui diritti e sulle modalità di utilizzo del titolo che spettano al singolo prenditore.

Quanto alle modalità per la circolazione del titolo, l’art. 1, co. 2, della legge in discorso prevede che le cambiali finanziarie sono «girabili esclusivamente con la clausola “senza garanzia”»²⁹. Tale previsione – che neutralizza il principio secondo cui il diritto di credito incorporato nel titolo si rafforza con la circolazione – dovrebbe facilitare la creazione di un mercato secondario rendendo meno oneroso (per il girante) il trasferimento del titolo³⁰.

25 Favorevoli CALLEGARI, COTTINO, DESANA E SPATAZZA, *I titoli di credito*, in *Tratt. dir. comm.*, diretto da Cottino, Padova, 2006, p. 334 e SPAGNUOLO, *op. cit.*, p. 86 ss.

26 La tesi, per la verità abbastanza isolata, è di PELLIZZI, *Principi di diritto cartolare*, Padova, 1967, p. 26; *contra* BRIOLINI, *op. cit.*, p. 901 e ID., *I vincoli sui titoli di credito*, Torino, 2002, pp. 167 e 229 ss.

27 In particolare, tale tesi prenderebbe le mosse dall’elevato grado di incorporazione che i diritti cartolari presentano nei titoli di massa per concludere che tali diritti, proprio in virtù della loro materializzazione, possono ritenersi soggetti alle norme sull’acquisto a titolo originario. L’interpretazione proposta non pare tuttavia estensibile anche alle cambiali finanziarie, atteso che queste ultime, come si avrà modo di illustrare a breve, possono essere emesse anche in forma dematerializzata e, sotto un profilo più generale, non appaiono assimilabili *tout court* ai titoli di credito tradizionalmente intesi.

28 Così SPADA, *Dai titoli cambiari ai valori mobiliari (Suggerimenti della «leggina» sulle cambiali finanziarie)*, cit., p. 507 e ID., *Cambiale finanziaria*, cit., pp. 267 e 270, nonché, dopo la riforma in commento, CALLEGARI, voce *Cambiale finanziaria*, in *Dig. Online*, Torino, 2013 e URBANI, *op. cit.*, p. 49.

29 La norma assume, con tutta evidenza, carattere imperativo. Sulle conseguenze di una girata avente caratteristiche diverse da quelle prescritte si veda URBANI, *op. cit.*, p. 95.

30 In questo senso ANELLO-RIZZINI BISINELLI, *Commercial paper e cambiali finanziarie dopo la Legge n. 43/1994*, in *Società*, 1994, p. 321; *contra* SPADA, *Dai titoli cambiari*, cit., p. 506 e ID., *Cambiale finanziaria*, cit., p. 269 secondo cui, invece, l’eliminazione della clausola di garanzia rischia di minare la fiducia del mercato sulla solidità dell’emittente.

3 Profili soggettivi dell'emittente e del prenditore

Il riordino del novero soggetti abilitati all'emissione di cambiali finanziarie costituisce uno degli aspetti di maggiore interesse della novella, che vi dedica gran parte dell'art. 1 della l. n. 43/1994 (commi da 2-bis a 2-sexies nel nuovo testo normativo).

A tal proposito, occorre subito premettere che le attuali disposizioni - pur non distinguendosi per linearità ed immediatezza - appaiono certamente migliorative della legge previgente la quale, a fronte di una semplicità che sembrava non implicare limiti di sorta, lasciava all'interprete il difficile compito di individuare i limiti, indirettamente richiamati, contenuti nella normativa secondaria³¹.

Infatti, l'art 3 (oggi abrogato) della legge previgente, nell'ambito di alcune previsioni aventi natura fiscale, si riferiva in modo generico a «*le società, gli enti e le imprese che emettono cambiali finanziarie*» lasciando così intendere, *prima facie*, che non vi fossero restrizioni particolari all'emissione³². Tali limiti, tuttavia, discendevano *de relato* dalla disposizione di cui all'art. 1, co. 3, della stessa legge (tutt'ora vigente) che laconicamente prevedeva (e prevede) che «*l'emissione di cambiali finanziarie costituisce raccolta del risparmio ai sensi dell'articolo 11*» t.u.b. Per effetto di tale richiamo, infatti, venivano in rilievo i criteri dettati dalle delibere del CICR³³, che, su delega della stessa legge, individuava i soggetti, ulteriori rispetto alle banche, abilitati alla raccolta del risparmio tra il pubblico³⁴.

31 Tale tecnica normativa rispondeva in realtà ad una precisa (e per certi versi condivisibile) scelta del legislatore che, per evitare antinomie con una legislazione dal carattere estremamente tecnico e mutevole come quella bancaria, aveva preferito lasciare all'interprete il (difficile) compito di assicurare coerenza all'intero sistema normativo di riferimento.

32 In questi senso PARACAMPO, *op. cit.*, p. 190 ss., la quale ipotizza perfino che il richiamo agli enti possa intendersi riferito anche agli enti pubblici economici.

33 Segnatamente, prima la delibera CICR del 3 marzo 1994 e, in seguito, la delibera CICR del 19 luglio 2005.

34 In particolare, ai sensi della citata delibera del 3 marzo 1994, l'emissione di cambiali finanziarie era concessa solo «alle società e agli enti con titoli negoziati in un mercato regolamentato» nonché - a determinate condizioni - alle società che negli ultimi tre esercizi avessero avuto bilanci in utile e, in ogni caso, «temporaneamente preclusa alle banche». In seguito, con la citata delibera del 19 luglio 2005 e le *Istruzioni di Vigilanza* della Banca d'Italia, fermo il divieto già operante per le banche, si era consentita l'emissione alle sole società di capitali e alle cooperative anche se - secondo un'opinione diffusamente condivisa (*ex multis* SPADA, *Dai titoli cambiari*, cit., p. 504 ss.) - tali limiti non sussistevano nel caso in cui le cambiali finanziarie costituissero forme di raccolta del risparmio non effettuate tra il pubblico (si parlava, in proposito, di c.d. raccolta privata tramite cambiali finanziarie, cfr. successiva nt. 43). Per un'attenta disamina della nozione di raccolta «tra il pubblico» si rinvia a VOLPE, *L'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività finanziaria*, in *Banca, borsa, tit., cred.*, 2000, I, p. 643 ss. e, con specifico riferimento alle cambiali finanziarie, URBANI, *op. cit.*, p. 102 ss.

Oggi il nuovo testo normativo supera la necessità di tale rinvio, riconoscendo espressamente la possibilità di emettere cambiali finanziarie a tutte le società di capitali, le società cooperative e le mutue assicuratrici³⁵ diverse dalle banche³⁶ e dalle c.d. micro-imprese (come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione del 6 maggio 2003)³⁷.

Gli adempimenti richiesti al fine di procedere all'emissione sono tuttavia diversi a seconda che tali soggetti abbiano o meno «*titoli rappresentativi del capitale negoziati in mercati regolamentati o non regolamentati*»³⁸.

In particolare, i soggetti il cui capitale è escluso dalla negoziazione nelle forme sopra citate³⁹, sono sottoposti ad un regime procedimentale più arti-

35 Incidentalmente si osserva come tale elencazione non si discosti nella sostanza da quella in precedenza delineata dalla normativa secondaria e, segnatamente, dalla delibera del CICR del 19 luglio 2005.

36 Viene così elevato al rango di norma primaria (e reso definitivo) il divieto in origine previsto in via temporanea dalla delibera del CICR del 3 marzo 1994 e giustificato, all'epoca, dalla necessità di procedere al riordino della normativa fiscale sulle rendite finanziarie. Tale scelta si spiega, verosimilmente, alla luce del fatto che le esigenze di finanziamento che le cambiali finanziarie mirano a soddisfare – legate al breve/medio-lungo periodo – risultano tendenzialmente inadeguate alle necessità dei soggetti bancari che, dal canto loro, possono utilizzare lo strumento obbligazionario con minori vincoli rispetto ai soggetti non bancari (non essendo soggetti ai limiti quantitativi di cui all'art. 2412 c.c. e non avendo l'obbligo di costituire, a seguito dell'emissione, organi corporativi a tutela degli obbligazionisti) e, pertanto, potrebbero trarre minor beneficio dall'emissione di cambiali finanziarie.

37 Ai sensi di tale raccomandazione si definisce micro-impresa «*un'impresa che occupa meno di 10 persone e realizza un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiori a 2 milioni di Euro*». La ratio di tale previsione risponde, probabilmente, a logiche di tutela dell'investitore, volte a precludere l'accesso allo strumento a quei soggetti aventi una dimensione operativa piuttosto contenuta che, in quanto tali, sono più sensibili alle fluttuazioni del mercato e, in prima approssimazione, meno solidi. Tale politica legislativa, tuttavia – da leggersi congiuntamente con la scelta di precludere l'emissione di cambiali finanziarie alle società di persone – non appare perfettamente in linea con le dichiarate finalità del progetto di riforma posto che rischia di impedire l'utilizzo dello strumento ad una consistente porzione del tessuto delle piccole-medie imprese italiane, anche laddove costituite nella forma della società di capitali (così, SPAGNUOLO, *La cambiale finanziaria tra forma cartolare e funzione finanziaria*, Torino, 2012, p. 132 e BRIOLINI, *op. cit.*, p. 905 ss.).

38 Per “*mercati regolamentati*” devono intendersi tutti quei mercati iscritti nell'apposito elenco contenuto dalla CONSOB a norma degli artt. 63 ss. del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (c.d. Testo unico dell'intermediazione finanziaria, t.u.f.). La locuzione “*mercati non regolamentati*” non è invece formalmente corretta in quanto – per l'effetto delle modifiche apportate al t.u.f. in sede di recepimento della c.d. direttiva MiFID (direttiva 2004/39/CE) – tale nozione è stata oggi sostituita da quella di “*sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati*” (artt. 77-bis ss. t.u.f.). La precisazione non è di poco rilievo atteso che, nella nuova formulazione, possono essere ricomprese anche modalità di negoziazione dei titoli con un elevato grado di semplificazione quali quelle che avvengono nei «*sistemi multilaterali di negoziazione*» o tramite «*internalizzatori sistematici*» che, ai fini dell'applicazione della legge in commento, possono dunque considerarsi sufficienti per consentire all'emittente delle cambiali finanziarie di avvalersi del procedimento di emissione meno oneroso.

39 In tale categoria sono necessariamente ricomprese tutte le società a responsabilità limitata nonché tutte le società cooperative e le mutue assicuratrici cui siano applicabili le norme

colato ed oneroso descritto dall'art. 1, co. 2-bis, che prevede: (i) l'assistenza di un intermediario abilitato (c.d. *sponsor*) per procedere all'emissione (lett. a)); (ii) l'obbligo per lo *sponsor* di mantenere in portafoglio una certa percentuale delle cambiali finanziarie emesse (lett. b)); (iii) l'obbligo per l'emittente di far certificare il proprio bilancio da parte di un revisore o di una società di revisione (lett. c)); (iv) limiti alla circolazione delle cambiali finanziarie che possono circolare solo tra investitori professionali (lett. d))⁴⁰.

Gli adempimenti di cui sopra, dei quali si darà conto nel prosieguo, dovrebbero - nelle intenzioni del legislatore - assicurare che l'emittente di cambiali finanziarie presenti caratteristiche di solidità patrimoniale e trasparenza adeguate all'accesso al mercato dei capitali e, al contempo, garantire che il suo finanziamento avvenga ad opera di soggetti che possono autonomamente valutare il rischio di investimento⁴¹ correlato.

Tale esigenza non sussisterebbe, invece, rispetto a soggetti che hanno titoli già ammessi alla negoziazione sull'assunto che questi ultimi sono già sottoposti ad obblighi di comunicazione e controllo che, di per sé, dovrebbero garantire un soddisfacente livello di *disclosure* nei confronti nel mercato⁴². In questo caso, pertanto, vengono meno quelle finalità di tutela dei risparmiatori che portano a limitare la circolazione delle cambiali finanziarie ai soli investitori professionali di talché si può ritenere che, in assenza di previsioni di segno contrario, tali titoli possano essere emessi e circolare senza limitazioni, fermi i limiti derivanti dal fatto che tali strumenti - a norma del già richiamato art. 1, co. 3, della legge in commento - costituiscono pur sempre raccolta del risparmio ai sensi dell'art. 11 t.u.b.⁴³.

di cui agli artt. 2462 ss. c.c. in quanto i titoli rappresentativi del capitale di tali soggetti non possono - per definizione - formare oggetto di negoziazione nei mercati. Vi rientrano, inoltre, tutte le altre società (s.p.a., s.a.p.a., società cooperative e mutue assicuratrici assoggettate alla medesima disciplina) che, nel caso di specie, non abbiano titoli ammessi in un mercato (regolamentato o non regolamentato nell'accezione di cui sopra).

40 Il legislatore utilizza qui una terminologia, quale quella di "investitori professionali" che risulta ormai superata a seguito del recepimento nel nostro ordinamento della terminologia di derivazione comunitaria utilizzata dalla MiFID che preferisce utilizzare la nozione di "investitore qualificato".

41 Tale scelta risponde, peraltro, a logiche di politica legislativa ormai consolidate nel diritto dei mercati finanziari che trovano riscontro, pur con alcune differenze, anche nella disciplina della circolazione dei titoli di debito emessi dalle s.r.l. di cui all'art. 2483, co. 2 c.c. A questo proposito, giova evidenziare che - al fine di evitare che l'autonomia di giudizio dell'investitore professionale possa essere pregiudicata dalla sussistenza di particolari rapporti di partecipazione - si prevede che i titoli emessi non possano essere girati a soggetti che siano, direttamente o indirettamente, soci dell'emittente e che il collocamento presso soggetti in rapporto di controllo con lo *sponsor* avvenga in conformità con le disposizioni per la gestione dei conflitti di interesse.

42 Tale scelta, in astratto condivisibile, rischia tuttavia di rivelarsi poco efficace nei confronti di quei soggetti aventi strumenti quotati in taluni "sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati" che, ad oggi, non offrono garanzie paragonabili a quelle dei mercati regolamentati.

43 Il fatto che la legge n. 43/1994 faccia riferimento unicamente al concetto di «raccolta del

4 (segue) Identità, ruolo e compiti dello *sponsor*

Come è stato sopra evidenziato, nel nuovo impianto normativo assume un ruolo centrale la figura dello *sponsor*: l'intervento di tale soggetto è, infatti, obbligatorio nei casi in cui l'emittente sia una società avente titoli di capitale non quotati ma nulla esclude che esso possa intervenire, in via facoltativa⁴⁴, anche nelle emissioni di cambiali realizzate da soggetti aventi titoli negoziati.

È la stessa legge a prevedere che tale ruolo possa essere ricoperto da un ampio novero di intermediari tra cui le banche⁴⁵, le imprese di investimento⁴⁶, le SGR, le società di gestione armonizzate⁴⁷ e le SICAV purché (in tutti i casi) esse abbiano almeno una succursale stabilita nel territorio italiano⁴⁸.

Come anticipato, lo *sponsor* ha il compito di assistere l'emittente non solo nella fase iniziale dell'emissione ma lungo tutta la durata del prestito facilitando, da un lato, l'accesso al mercato dei capitali da parte del soggetto finanziato⁴⁹ e, dall'altro, svolgendo un importante ruolo di garanzia nei confronti

risparmio» e non a quello, più ristretto, di «raccolta del risparmio tra il pubblico» lascia aperta la possibilità - già esplorata dalla dottrina prima della riforma in commento - di procedere ad emissioni di cambiali finanziarie tramite raccolta privata (cfr. sul punto anche nt. 34). In tale circostanza, peraltro, non troverebbero applicazioni i limiti quantitativi all'emissione di cambiali finanziarie promananti dalla normativa secondaria (e, segnatamente, dalle già richiamate *Istruzioni di Vigilanza* dalla Banca d'Italia e dalla delibera del CICR del 19 luglio 2005; cfr. *supra*, nt. 12) atteso che questi ultimi rilevano solo nei confronti delle operazioni di raccolta «tra il pubblico». Al contrario, rimarrebbero fermi i vincoli procedurali posti dalla legge n. 43/1994 in relazione ai soggetti non aventi titoli rappresentativi del capitale negoziati in mercati (regolamentati e non).

44 Tale seconda possibilità appare in verità tutt'altro che remota atteso che l'emissione e il collocamento di cambiali finanziarie richiedono competenze tecniche di cui l'emittente difficilmente può disporre, specie nel caso in cui il soggetto finanziato sia una piccola-media impresa.

45 Per completezza si osserva come, in questo modo, le banche, operando da *sponsor*, mantengano un ruolo nell'ambito del trasferimento del credito alle imprese operando però, per effetto della disintermediazione finanziaria, non più in qualità di *lender* ma di consulente del soggetto debitore.

46 Tale nozione ricomprende, a norma dell'art. 1, co. 1, lett *h*), t.u.f., le SIM e le imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie.

47 Tale nozione ricomprende, a norma dell'art. 1, co. 1, lett *o-bis*), t.u.f., le società con sede legale e direzione generale in uno Stato membro diverso dall'Italia ma ivi autorizzata alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio.

48 La necessaria presenza di questo requisito impedisce agli intermediari di agire quale *sponsor* in regime di libera prestazione di servizi. La limitazione suscita tuttavia qualche perplessità in quanto non appare compatibile con la normativa comunitaria che, al contrario, espressamente ricomprende tale servizio di investimento tra quelli ammessi al mutuo riconoscimento (così URBANI, *op. cit.*, p. 130).

49 La stessa relazione di accompagnamento al disegno di legge di conversione del d.l. n. 83/2012 parla in proposito di «avvicinare con maggiore facilità la PMI italiana al mercato del debito e agli investitori esteri».

degli investitori e del mercato⁵⁰. Con particolare riferimento a questo ultimo profilo, la legge (art. 1, co. 2-*bis*) infatti richiede allo sponsor di (i) mantenere in portafoglio fino a scadenza una percentuale minima dei titoli emessi che decresce con l'aumentare del valore complessivo dell'emissione⁵¹; (ii) informare il mercato qualora l'ammontare di cambiali finanziarie emesse superi il valore dell'attivo corrente come rilevabile dall'ultimo bilancio approvato e (iii) classificare il merito di credito dell'emittente avendo riguardo anche alla solidità delle garanzie che eventualmente assistono l'emissione.

L'obbligo di mantenere in portafoglio una parte delle cambiali emesse⁵² risponde all'esigenza, particolarmente sentita dal legislatore, di trasmettere un segnale di fiducia al mercato responsabilizzando lo *sponsor* il quale - assumendo su di sé una parte del rischio legato all'emissione - dovrebbe al contempo dare maggior credibilità alla propria valutazione sul merito di credito dell'emittente.

Tale *ratio legis* risulta ulteriormente confermata dall'esenzione prevista dal successivo co. 2-*quinquies* che prevede lo *sponsor* non sia più tenuto al mantenimento dei titoli in portafoglio⁵³ qualora l'emissione sia assistita, in misura non inferiore al 25% del proprio valore, da garanzie prestate da soggetti⁵⁴ aventi particolari requisiti di solidità patrimoniale⁵⁵: è evidente, infatti, che - in quest'ultimo caso - la presenza di garanzie rilasciate da soggetti ritenuti tradizionalmente solvibili viene considerata un sufficiente segnale di affidabilità dell'emittente.

50 Anche in questo caso - come spesso accade nel contesto dell'intermediazione finanziaria - il corretto assolvimento dei compiti che la legge affida allo *sponsor* passa quindi necessariamente attraverso una corretta gestione dei conflitti di interesse.

51 In particolare, (1) il 5% del valore di emissione dei titoli per le emissioni fino a 5 milioni di Euro, (2) il 3% del valore di emissione dei titoli eccedente 5 milioni di Euro, fino a 10 milioni di Euro, in aggiunta alla quota risultante dall'applicazione della percentuale di cui al numero (1); (3) il 2% del valore di emissione dei titoli eccedente 10 milioni di euro, in aggiunta alla quota risultante dall'applicazione delle percentuali di cui ai numeri (1) e (2).

52 Come anticipato, l'obbligo permane fino alla «*naturale scadenza del titolo*». Tuttavia, avuto riguardo alla sopra citata funzione *latu sensu* di garanzia che tale obbligo riveste nei confronti del mercato, deve ritenersi che la prescrizione trovi applicazione anche nel caso di intervenuta proroga della durata del prestito cambiario (così BRIOLINI, *op. cit.*, p. 911, nt. 80).

53 Stante il silenzio del legislatore, devono ritenersi invece fermi tutti gli altri compiti che la legge attribuisce allo *sponsor* tra cui, ad esempio, i già citati obblighi di informazione nei confronti del mercato e di valutazione del merito creditizio.

54 Per effetto della normativa di carattere secondario - e, segnatamente, della delibera del CICR del 19 luglio 2005 e delle *Istruzioni di Vigilanza per le Banche* (titolo IX, cap. 2, par. 3) - l'identità del garante e l'ammontare della garanzia devono essere indicati sul titolo e sui registri ad esso relativi. Chiaramente, per le ragioni già esaminate (cfr. *supra*, nt. 43), la prescrizione non si applica nei casi in cui l'emissione di cambiale non costituisca raccolta del risparmio tra il pubblico.

55 In particolare, la norma parla di banche, imprese di investimento o di consorzi di garanzia collettivi dei fidi (in relazione alla cambiali emesse da società aderenti al consorzio).

Il secondo compito assegnato allo *sponsor* si concretizza, come accennato, in un dovere informativo nei confronti del mercato qualora l'ammontare delle cambiali finanziarie emesse superi il totale dell'attivo corrente⁵⁶ risultante dall'ultimo bilancio approvato. A riguardo, non si può tacere come le finalità di tutela alla base di tale obbligo – di per sé piuttosto insolito – non appaiono del tutto chiare anche se, verosimilmente, devono essere individuate nella volontà di comunicare al mercato il raggiungimento di una soglia sensibile per il mantenimento dell'equilibrio finanziario dell'emittente.

Tuttavia, come è stato giustamente osservato⁵⁷, permangono delle perplessità sull'utilità che un simile dato può avere per gli investitori professionali – ovvero gli unici soggetti che possono rendersi prenditori delle cambiali finanziarie a cui si applica la disciplina *de qua* – posto che questi ultimi assumono di prassi le proprie decisioni di investimento sulla base di valutazioni molto più sofisticate.

Di contro, non vi è dubbio che l'assolvimento di tale onere aggravi ulteriormente l'incarico dello *sponsor* e finisca in modo inevitabile per incrementare i costi dell'operazione tradendo così la scelta di politica legislativa alla base delle legge in commento che, è bene ricordarlo, si pone l'obiettivo di offrire un'alternativa a basso costo al finanziamento bancario a beneficio di società strutturalmente poco inclini a relazionarsi col mercato dei capitali.

A tal proposito, è opportuno altresì rilevare come la legge non contenga alcuna indicazione circa i modi e i termini con cui lo *sponsor* è chiamato ad adempiere a tale obbligo di informazione, lasciando così allo stesso un certo margine di discrezionalità. In ogni caso, al fine di non svuotare la previsione di ogni significato, deve ritenersi che la comunicazione debba essere effettuata in modo tempestivo e con strumenti tali da assicurare la più ampia diffusione nel mercato di riferimento.

A completamento dei doveri di informativa nei confronti del mercato, si prevede che lo *sponsor* debba classificare l'emittente al momento dell'emissione⁵⁸ esprimendo un giudizio sintetico sulla sua qualità creditizia

⁵⁶ La legge specifica in proposito che «per attivo corrente si intende l'importo delle attività in bilancio con scadenza entro l'anno dalla data di riferimento del bilancio stesso» e che «nel caso in cui l'emittente sia tenuto alla redazione del bilancio consolidato o sia controllato da una società o da un ente a ciò tenuto, può essere considerato l'ammontare rilevabile dall'ultimo bilancio consolidato approvato». La precisazione non è superflua atteso che la nozione di "attivo corrente" è propria della prassi contabile (principi IAS/IFRS e, in ambito domestico, OIC) e non rientra tra le voci di bilancio di cui all'art. 2424 c.c. Cfr. URBANI, *op. cit.*, p. 133 ss. e, più in generale, DE ANGELIS, *Elementi di diritto contabile*, Milano, 2013, p. 121 ss.

⁵⁷ Cfr. BRIOLINI, *op. cit.*, p. 913.

⁵⁸ Il testo normativo lascia intendere che lo *sponsor* non abbia altresì l'obbligo di aggiornare il giudizio espresso nel caso in cui la situazione finanziaria dell'emittente subisca dei cambiamenti rispetto al momento in cui la valutazione viene effettuata. Pertanto, l'unico obbligo informativo che permane in capo allo *sponsor* per tutta la durata del prestito è quello attinente al già esaminato rapporto tra valore delle cambiali in circolazione e attivo corrente.

(ottima, buona, soddisfacente, scarsa e negativa) che tenga conto anche dell'affidabilità delle garanzie che eventualmente assistono l'emissione (queste ultime distinte in tre livelli: elevata, normale o bassa)⁵⁹. Inoltre, sempre in un'ottica di maggior responsabilizzazione dello *sponsor* e di informativa più trasparente, si prevede che quest'ultimo debba fornire al pubblico anche una descrizione della classificazione adottata⁶⁰.

È sufficiente questa breve disamina delle competenze e delle responsabilità affidate dalla legge allo *sponsor* per intuire come la fortuna e la (possibile) diffusione delle cambiali finanziarie – entrambe ancora, in buona parte, di là da venire – dipenderanno in larga misura proprio dalla capacità degli intermediari finanziari di promuoverne l'uso presso gli operatori industriali e, soprattutto, dalla loro disponibilità a farsi carico di un ruolo estremamente delicato per i molteplici (e potenzialmente molto diffusi) profili di responsabilità connessi⁶¹.

Da ultimo, corre l'obbligo di segnalare come, tra i soggetti privi di titoli rappresentativi di capitale quotati, ve ne siano alcuni che possono procedere all'emissione di cambiali finanziarie senza avvalersi dello *sponsor*. Infatti, a norma dell'art. 1, co. 2-*quater*, le società diverse dalle piccole-medie imprese (come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione⁶²) «*possono rinunciare*⁶³ *alla nomina dello sponsor*».

59 Il modello preso a riferimento dal legislatore è chiaramente quello delle agenzie di *rating*, ciò che è più interessante, tuttavia, è notare come questa scelta si riveli in controtendenza rispetto ad un'opinione, che va consolidandosi, tesa al ridimensionamento del ruolo che tali soggetti rivestono nelle dinamiche del mercato finanziario (cfr., *ex multis*, VELLA, *Il rating: alla ricerca di una «terza via»*, in *Analisi giur. econ.*, 2012, p. 326 ss. e LENER – RESCIGNO, *Agenzie di rating e conflitto di interesse: sintomi e cure*, in *Analisi giur. econ.*, 2012, p. 353 ss.).

60 Sotto questo profilo la norma primaria non specifica, come comprensibile, cosa debba intendersi per «descrizione della classificazione adottata», tuttavia pare verosimile ritenere che – così come accade per le agenzie di *rating* – lo *sponsor* sia tenuto a rendere noti (auspicabilmente in coordinamento con gli altri operatori) i parametri che l'emittente deve possedere al fine di ottenere ciascun tipo di classificazione (c.d. *notch*).

61 Come già osservato, infatti, lo *sponsor* presta la propria opera a beneficio sia dell'emittente, che usufruisce di un vero e proprio servizio di investimento, sia del mercato e, quindi, della collettività degli investitori (qualificati e anche non qualificati nel caso in cui si versi in una delle ipotesi di assistenza non obbligatoria) i quali fanno affidamento sul corretto assolvimento degli obblighi informativi e di segnalazione ad esso affidati. Vengono, pertanto, qui in rilievo sia i profili di responsabilità tipicamente associati alla prestazione di servizi di investimento sia quelli – ancor più delicati e complessi – legati all'operato delle agenzie di *rating* e, più in generale, degli organismi aventi un ruolo di vigilanza e garanzia. Per un primo inquadramento si rimanda a URBANI, *op. cit.*, p. 138 ss. e alla dottrina *ivi* citata.

62 Ai sensi di tale provvedimento, sono considerate piccole-medie imprese le imprese con meno di 250 occupati e con un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro o, in alternativa, con un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro.

63 Il fatto che la norma parli espressamente di facoltà di rinuncia ha portato ad ipotizzare che l'emittente, per avvalersi della deroga, sia tenuto ad assumere un'apposita determinazione. Ta-

Tale esenzione⁶⁴ ha sollevato non poche critiche tra i primi commentatori⁶⁵ anzitutto sotto il profilo della formulazione. La norma, infatti, dichiara di derogare espressamente solo agli obblighi di cui al co. 2-*bis*, lett. *a*) e *b*) - *i.e.*, dall'obbligo per l'emittente di nominare lo *sponsor* e, per quest'ultimo, di detenere una parte dei titoli in portafoglio fino a scadenza - e, pertanto, sembra implicitamente richiedere che lo *sponsor* debba comunque assolvere i propri compiti di segnalazione (ovvero l'obbligo di segnalare al mercato che l'attivo corrente di bilancio è inferiore al valore del prestito nonché l'obbligo di classificare l'emittente).

L'interpretazione proposta - invero l'unica plausibile da un punto di vista letterale - si traduce tuttavia in una contraddizione della medesima disposizione in commento atteso che, ai fini dell'espletamento dei suddetti compiti, l'emittente si troverebbe comunque obbligato ad avvalersi di uno *sponsor* (pur se per un ambito operativo più ridotto).

In secondo luogo, non ci si può esimere, una volta di più, dal rilevare come tale esenzione finisca per penalizzare ulteriormente le piccole-medie imprese che, stando alle parole dello stesso legislatore, dovrebbero essere le prime beneficiarie dell'intervento riformatore in analisi.

5 La certificazione del bilancio per i soggetti non quotati

Oltre ai già menzionati vincoli, vi è un ulteriore requisito che deve essere rispettato dagli emittenti non aventi titoli di capitale quotati: infatti, ai sensi dell'art. 1, co. 2-*bis*, lett. *c*), si richiede che l'ultimo bilancio relativo a tali soggetti debba essere «*certificato da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili*⁶⁶».

le interpretazione, tuttavia, pur se accettabile sotto un profilo letterale, appare eccessivamente formalistica e rigorosa, atteso che il dettato normativo va inteso, più semplicemente, come una vera e propria esenzione dall'obbligo di nomina (sul punto cfr. SPAGNUOLO, *op. cit.*, p. 146).

64 Da leggersi congiuntamente alla già richiamata esenzione, a beneficio dello *sponsor*, dall'obbligo di detenere una parte dei titoli in portafoglio nel caso in cui questi ultimi siano assistiti da particolari garanzie (cfr. *supra* nel testo).

65 Cfr. soprattutto BRIOLINI, *op. cit.*, p. 910, ma anche URBANI, *op. cit.*, p. 151.

66 Anche con riferimento a questa previsione, è stato osservato (cfr. BRIOLINI, *op. cit.*, p. 914 e URBANI, *op. cit.*, p. 146) come il legislatore si sia dimostrato poco preciso nelle scelte terminologiche facendo riferimento a denominazioni (in particolare, "revisore contabile") e concetti (quale quello di "certificazione del bilancio") ormai superati nella normativa di riferimento. Infatti, con l'entrata in vigore del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39, la denominazione di "revisore contabile" è stata abbandonata e sostituita da "revisore legale dei conti" mentre il compito attribuito a quest'ultimo - inizialmente qualificato come "certificazione del bilancio" della società sottoposta a revisione - è stato meglio precisato, al fine di evitare pericolosi fraintendimenti, mediante la richiesta di «esprim[ere] con apposita relazione un giudizio sul bilancio di esercizio e sul bilancio consolidato, ove redatto» (cfr. art. 14, co. 1, lett. *a*), del citato decreto).

La norma in esame non chiarisce se il bilancio oggetto di revisione debba necessariamente essere costituito dal bilancio di esercizio o se, ad esempio, possa essere sufficiente anche un bilancio infrannuale predisposto, ed approvato, proprio ai fini dell'emissione. Nel silenzio del dato legislativo, tale ultima soluzione si lascia preferire considerato che anche un bilancio infrannuale appare idoneo a soddisfare le esigenze informative e di tutela degli investitori che la legge in esame intende tutelare, a condizione che, beninteso, si tratti di un bilancio completo di tutti i suoi elementi costitutivi e sottoposto al vaglio esterno del revisore⁶⁷.

Infine, la legge (art. 1, co. 2-*sexies*) prevede anche un'ipotesi di esonero dall'obbligo di revisione⁶⁸ che, tuttavia, deve ritenersi oggi non più efficace in quanto operante esclusivamente nei diciotto mesi successivi all'entrata in vigore del provvedimento (*i.e.*, fino al 26 febbraio 2014).

6 L'emissione in forma dematerializzata e la natura cambiaria del titolo

Al fine di incentivare e facilitarne ulteriormente la diffusione, rimuovendo così uno dei principali ostacoli che avevano caratterizzato il quadro pre-riforma, il legislatore prevede ora espressamente che «*le cambiali finanziarie possano essere emesse anche in forma dematerializzata*».

È stato acutamente osservato⁶⁹ che tale possibilità non era di per sé preclusa dalla normativa applicabile ai titoli soggetti alla «gestione accentrata in regime di dematerializzazione» ai sensi del t.u.f. (nonché dalle relative disposizioni attuative di carattere secondario) risultando, tuttavia, difficilmente ipotizzabile proprio in ragione della natura cambiaria del titolo che imponeva una necessaria concretizzazione materiale nella *chartula*⁷⁰.

Oggi, invece, per effetto della novella, deve ritenersi pacificamente ammessa la possibilità di fare ricorso alla dematerializzazione dei titoli cambiari sia *ab origine*, ovvero al momento dell'emissione, sia in un momento successivo, ovvero assoggettando al regime della dematerializzazione titoli

67 La soluzione proposta risulta peraltro coerente con la prassi normalmente accettata in tema di emissioni obbligazionarie.

68 È interessante, tuttavia, osservare come tale esenzione si fondi sui medesimi principi - *i.e.*, presenza di garanzie particolarmente qualificate a servizio dell'emissione - che consentono allo *sponsor* di essere esonerato dall'obbligo di mantenere in portafoglio le cambiali per tutta la durata del prestito con l'unica, significativa, differenza che in quest'ultimo caso le garanzie devono coprire almeno il 50% dell'importo del prestito.

69 Cfr. BRIOLINI, *op. cit.*, p. 923 ss.

70 Tale interpretazione viene indirettamente confermata da quella dottrina (MASI, *op. cit.*, p. 3) che, prima dell'intervento riformatore, aveva ipotizzato una possibile dematerializzazione delle cambiali finanziarie solo a seguito di una espressa legittimazione normativa.

inizialmente emessi in forma cartolare⁷¹. In particolare, risultano percorribili entrambe le forme di dematerializzazione conosciute nella prassi: quella c.d. “forte”, cioè in totale assenza di un titolo cartolare, e quella c.d. “debole”, in cui il titolo – pur essendo dotato di una manifestazione cartolare – circola unicamente in forma dematerializzata⁷².

La dematerializzazione “forte” è richiamata nello stesso *incipit* dell’art. 1-bis della legge in esame (integralmente dedicato alla dematerializzazione), che si riferisce in modo esplicito all’art. 83-bis, co. 1, t.u.f. a mente del quale «gli strumenti finanziari negoziati o destinati alla negoziazione sui mercati regolamentati italiani non possono essere rappresentati da documenti»⁷³. La dematerializzazione “debole”, invece, pur se non direttamente menzionata nella norma, è ricavabile in via interpretativa dal tenore complessivo dell’art. 1-bis il quale, peraltro, opera al quarto comma un richiamo generale alla normativa del t.u.f. in tema di dematerializzazione⁷⁴.

La legge, poi, ha cura di precisare che l’emittente, per la gestione dei titoli in regime dematerializzato, si deve avvalere esclusivamente di una società di gestione accentrata (ovvero, nell’attuale contesto di mercato, Monte Titoli S.p.A.). Tale puntualizzazione – di per sé piuttosto pleonastica in quanto agevolmente ricavabile dalle disposizioni del t.u.f. – si giustifica con la volontà di ribadire il definitivo abbandono della modalità di gestione

71 Al riguardo non sembra potersi escludere neppure il percorso inverso, ovvero la trasformazione in titolo cartolare di cambiali originariamente emesse in forma dematerializzata. Tuttavia, occorre altresì riconoscere che il mutamento del regime di circolazione del titolo (da cartolare a dematerializzato e viceversa) successivamente all’emissione dello stesso appare soluzione percorribile solo in particolari (ed eccezionali) circostanze attese le notevoli complicazioni che esso comporta sul piano operativo (prima fra tutte la necessità di ritirare dal mercato tutti i titoli in circolazione), cfr. BRIOLINI, *op. cit.*, p. 931.

72 In questo caso, a norma dell’art. 19 del Regolamento congiunto CONSOB/Banca d’Italia del 22 febbraio 2008, al fine di immettere i titoli nel sistema di gestione accentrata, occorrerà procedere alla formale girata degli stessi in favore della società di gestione. Tale adempimento si rende necessario in virtù della natura cartolare del titolo ma, secondo un’opinione largamente condivisa (cfr., *ex multis*, URBANI, *op. cit.*, p. 170), non conferisce alla società girataria una legittimazione cartolare piena.

73 In proposito, si è evidenziato, in modo condivisibile (BRIOLINI, *op. cit.*, p. 924), come la mancata estensione del richiamo anche al co. 2 del medesimo art. 83-bis t.u.f. – che impone la dematerializzazione anche agli strumenti che, pur non essendo destinati alla negoziazione in mercati regolamentati, presentino le caratteristiche di diffusione fra il pubblico di cui al Regolamento congiunto Banca d’Italia/CONSOB del 22 febbraio 2008 – sembra impedire che si possa addivenire ad dematerializzazione “forte” obbligatoria della cambiali finanziarie per questa seconda via. Nessun dubbio, invece, sulla possibilità che le cambiali finanziarie possano essere assoggettate a un regime di dematerializzazione “forte”, al di fuori delle ipotesi di obbligatorietà qui menzionate, per effetto di una libera scelta da parte dell’emittente.

74 Tuttavia tale richiamo, come si vedrà meglio nel prosieguo, non può portare a un’applicazione indiscriminata della normativa dettata a riguardo dal t.u.f., dovendo tali disposizioni essere interpretate compatibilmente con i principi che presidiano l’istituto delle cambiali finanziarie.

ipotizzata da alcuni dei precedenti progetti di riforma delle cambiali finanziarie. Tali proposte, infatti, prevedevano il coinvolgimento, in alternativa o in sostituzione alla società di gestione accentrata, di intermediari vigilati “decentrati” (banche o intermediari finanziari) che operavano quali sostituti della società di gestione accentrata certificando in sua vece l’esistenza del titolo e la validità dell’emissione⁷⁵.

Passando poi agli aspetti più operativi dell’emissione, la legge prevede che, ai fini della dematerializzazione, l’emittente invii un’apposita richiesta alla società di gestione accentrata e impone, con formula espressamente mutuata dal disposto di cui all’art. 100 della legge cambiaria, che tale richiesta debba contenere «*la promessa incondizionata di pagare le somme dovute*»⁷⁶. La stessa legge, poi, riporta in modo analitico (art. 1-bis, co. 3) gli altri elementi da includere necessariamente nella richiesta, formulando un elenco che tiene conto delle peculiari caratteristiche della cambiale dematerializzata.

Così, ad esempio, al fine di sopperire alla mancanza di un supporto materiale del titolo, si prevede che la richiesta per l’emissione debba fare menzione dell’importo di ciascuna cambiale (lett. *b*)), del numero delle cambiali (lett. *c*)), dell’importo dei proventi (lett. *d*)), della data di emissione (lett. *e*)), dalla presenza di eventuali garanzie a supporto dell’emissione (lett. *g*)) nonché di altre informazioni richieste ai sensi dell’art. 100 della legge cambiaria (tra cui data di emissione, scadenza, dettagli del pagamento e sottoscrizione dell’emittente)⁷⁷. Quanto invece alla necessità di indicare l’ammontare del capitale sociale versato ed esistente alla data dell’emissione (lett. *h*)) unitamente ad altri dati sociali dell’emittente (denominazione, oggetto, sede e registro delle imprese, lett. *i* e *l*)⁷⁸, tale prescrizione deve

75 Occorre tuttavia dare conto del fatto che tale interpretazione sembra indebolirsi laddove la legge, al termine del secondo comma dell’art. 1-bis, riferendosi ai soggetti destinatari della richiesta di dematerializzazione formulata dall’emittente parla di «intermediari finanziari». L’uso del sostantivo al plurale, infatti, si configura (in apparenza) come un implicito avvallo di quei progetti di gestione “decentrata” delle cambiali finanziarie dematerializzate ipotizzati dai precedenti progetti di riforma. In realtà, l’utilizzo del termine al plurale deve qui considerarsi come un refuso o, al più, come il riconoscimento dell’avvenuta liberalizzazione del servizio di gestione accentrata che, per effetto delle modifiche apportate dal t.u.f. e dal d.l. 24 giugno 1998 n. 213, può oggi essere svolto anche da società diverse da Monte Titoli S.p.A. (ferma restando la necessità che ciascuna emissione sia affidata ad un unico gestore).

76 La sensazione è che in questa sede il legislatore abbia voluto ribadire come, nonostante il venir meno della manifestazione materiale del titolo, esso mantenga la caratteristica che più gli è propria e lo contraddistingue (si veda, tuttavia, in proposito anche quanto si dirà *infra*).

77 Al contrario, il legislatore, avuto riguardo al particolare contesto in cui avviene l’emissione in forma dematerializzata, ha ritenuto di non prevedere che la richiesta contenga, così previsto per la cambiali finanziarie in forma cartolare, la «*denominazione di cambiale finanziaria inserita nel contesto del titolo*».

78 I dati identificativi in parola si sostituiscono a quelli contenuti all’art. 100, co. 1, n. 7-bis l. camb. che, calibrandosi sulla figura dell’emittente persona fisica, richiedono l’indicazione del luogo, della data di nascita e del codice fiscale del debitore.

ritenersi dettata dall'esigenza di rendere facilmente accessibili le informazioni essenziali del debitore sull'assunto che, in presenza di titoli dematerializzati (tanto più se destinati alla negoziazione sui mercati), il prenditore della cambiale non abbia una conoscenza diretta del soggetto finanziato⁷⁹. Da ultimo, si sottolinea come la richiesta di riportare «*l'ammontare totale dell'emissione*» (lett. a)) testimoni in modo chiaro come, quantomeno nelle ipotesi di dematerializzazione, le cambiali finanziarie palesino la propria natura di "titoli di massa"⁸⁰.

Al netto delle peculiarità sopra evidenziate, la gestione della cambiali emesse in forma dematerializzata è regolata dalla normativa, primaria e secondaria⁸¹, applicabile alle altre tipologie di titoli. Pertanto, a seguito della richiesta dell'emittente, la società di gestione accentrata aprirà un conto a nome di quest'ultimo e accrediterà le cambiali sui conti degli intermediari che inoltreranno gli ordini d'acquisto. Tali intermediari, a loro volta, apriranno un conto per ciascuno dei soggetti che, per loro tramite, si saranno resi prenditori delle cambiali finanziarie dematerializzate. A seguito dell'annotazione sul conto aperto presso l'intermediario, il prenditore della cambiale finanziaria potrà considerarsi legittimato all'esercizio dei diritti conferiti dalla cambiale finanziaria⁸² ivi inclusa la possibilità di disporne⁸³.

79 Si è osservato, peraltro (cfr. URBANI, *op. cit.*, p. 170) come tale previsione sarebbe auspicabile con riferimento a tutte le cambiali finanziarie, indipendentemente dal fatto che esse siano emesse in forma dematerializzata o meno. Va precisato, tuttavia, che, laddove gli strumenti vengano ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, tali dati dovranno essere riportati all'interno dei relativi prospetti di quotazione o del documenti di ammissione che, pur se con diverse gradazioni, forniscono un quadro informativo piuttosto dettagliato.

80 Caratteristica che, tra l'altro, induce a dar credito a quella dottrina (cfr. CIAN, *Note sui rapporti tra il nuovo diritto societario e il regime di dematerializzazione*, *Giur. comm.*, 2004, I, p. 321 e ID., *La dematerializzazione degli strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, I, p. 674) che si è espressa in modo contrario rispetto alla possibilità di sottoporre a dematerializzazione (originaria o successiva) solo una parte dei titoli emessi; tale possibilità, infatti, inevitabilmente comprometterebbe l'omogeneità della serie cambiaria e, quindi, la natura di "titoli di massa".

81 Segnatamente, dai già richiamati artt. 83-bis ss. t.u.f. e Regolamento congiunto Banca d'Italia/CONSOB del 22 febbraio 2008, nonché dai regolamenti e dalle istruzioni per la prestazione del servizio di gestione accentrata adottati da Monte Titoli S.p.A. Con riguardo a queste ultime, si rileva come le *Istruzioni al servizio di gestione accentrata per intermediari ed emittenti* prevedano, coerentemente con l'impianto normativo risultante dalla legge in commento, che la richiesta di emissione da parte di società non aventi titoli negoziati debba fare menzione dello *sponsor* (salvo che non ricorrano ipotesi di esonero) e del fatto che i titoli emessi sono destinati a circolare esclusivamente presso investitori qualificati.

82 La legittimazione ad esercitare i diritti derivanti dalla cambiale dovrà essere attestata, similmente a quanto avviene per gli altri titoli dematerializzati, da apposita certificazione rilasciata dall'intermediario. Per le peculiarità legate all'esperimento dell'azione esecutiva fondata su cambiali finanziarie emesse in forma dematerializzata si veda BRIOLINI, *op. cit.*, p. 930.

83 In proposito è stato osservato (cfr. BRIOLINI, *op. cit.*, p. 924) come i titoli dematerializzati

Le considerazioni che precedono e, in particolare, la possibilità oggi riconosciuta dalle legge in commento di emettere cambiali finanziarie in forma dematerializzata “forte”, hanno indotto parte della dottrina a chiedersi se ai titoli così emessi possa riconoscersi natura cambiaria tradizionalmente intesa⁸⁴. La legge, in proposito, non offre indicazioni univoche poiché, dopo aver statuito (art. 1, co. 1) che le cambiali finanziarie sono «*titoli di credito*», precisa (art. 1, co. 2) che esse «*sono equiparate ad ogni effetto di legge alle cambiali ordinarie*»⁸⁵. Tale seconda previsione, tuttavia, lungi dal costituire un elemento decisivo per la risoluzione del dibattito, ne alimenta la portata, posto che il concetto di “equiparazione” lascia intendere che le cambiali finanziarie debbano essere considerate “alla stregua di” cambiali ordinarie pur non essendo ad esse completamente assimilabili⁸⁶.

Ciò è particolarmente vero nelle ipotesi di dematerializzazione in senso “forte” dei titoli poiché, in tali circostanze, la totale assenza della *chartula* non consente il rispetto dei principi del diritto cartolare. Si pensi, a titolo esemplificativo, ai principi di incorporazione⁸⁷ e letteralità⁸⁸, inconcepibili

mantengano, pur con le diverse sfumature dovute alle circostanze di fatto, la loro caratteristica di titoli all’ordine e che, in questo senso, l’ordine di trasferimento impartito dal prenditore all’intermediario possa essere equiparato alla girata. In tal caso, la richiesta di trasferimento inoltrata all’intermediario dovrà, similmente a quanto previsto per le cambiali cartolari, essere provvista della clausola «senza garanzia».

84 In proposito è stato osservato (cfr. BRIOLINI, *op. cit.*, p. 924) come i titoli dematerializzati mantengano, pur con le diverse sfumature dovute alle circostanze di fatto, la loro caratteristica di titoli all’ordine e che, in questo senso, l’ordine di trasferimento impartito dal prenditore all’intermediario possa essere equiparato alla girata. In tal caso, la richiesta di trasferimento inoltrata all’intermediario dovrà, similmente a quanto previsto per le cambiali cartolari, essere provvista della clausola «senza garanzia».

85 Successivamente, all’art. 4, la stessa legge precisa che le cambiali finanziarie «sono considerate valori mobiliari per qualsiasi finalità prevista dall’ordinamento» (art. 4). Tale qualificazione tuttavia non assume particolare rilievo per i fini che qui interessano. Per un’analisi in proposito si rimanda a URBANI, *op. cit.*, p. 193 ss.

86 In questo senso, CAPO, *op. cit.*, p. 143; CATERINO, *op. cit.*, p. 1212 e, da ultimo, URBANI, *op. cit.*, p. 55 ss.

87 Come visto, in caso di dematerializzazione “forte”, la legittimazione all’esercizio dei diritti contenuti nel titolo è certificata dall’intermediario di cui il prenditore si è avvalso per l’acquisto del titolo. Tale certificazione, tuttavia, anche se redatta su supporto materiale, non sostituisce in modo pieno la materialità del titolo cambiario ai sensi di quanto previsto dal principio dell’incorporazione posto che, ad esempio, non può essere utilizzata ai fini della girata per il trasferimento del titolo. Discorso analogo può farsi con riferimento al *quantum* dovuto dall’emittente alla scadenza del titolo che risulta unicamente dalle scritture contabili dell’intermediario e perde, così, ogni legame con il titolo (dematerializzato).

88 In proposito, si sottolinea come la stessa promessa di pagamento, elemento essenziale del diritto cartolare, sia contenuta, per i titoli dematerializzati, nella richiesta di ammissione alla gestione centralizzata ovvero in un atto indirizzato a un soggetto diverso dal prenditore titolo e che, a rigore di quanto previsto dalla legge in commento, non deve necessariamente essere trasmesso mediante supporto materiale.

in assenza di un supporto materiale con cui il titolo sia identificato. Le medesime criticità si ripercuotono, di riflesso, su diversi istituti della legge cambiaria⁸⁹ e sulla normativa di rango internazionale (Convenzione di Ginevra del 1930) che non possono trovare applicazione in assenza di una manifestazione materiale del titolo cambiario.

Alla luce di quanto sopra, pare dunque doversi concludere che le cambiali finanziarie, quando emesse in forma dematerializzata “forte” (e cioè in totale assenza di *chartula*)⁹⁰, perdano la loro natura cambiaria⁹¹ per assumere una dimensione, per così dire, più spiccatamente “finanziaria” che, allo scopo di garantire una più rapida e diffusa circolazione tra gli investitori, si disancora dai capisaldi del diritto cartolare⁹².

89 A riguardo, la dottrina (URBANI, *op. cit.*, p. 58) porta l'esempio dell'avvallo di cui agli art. 36 ss. della legge cambiaria: l'applicazione di tale garanzia appare infatti impossibile in assenza di una manifestazione materiale del titolo.

90 Ciò è particolarmente vero nelle ipotesi di dematerializzazione “forte” obbligatoria atteso che, in caso di dematerializzazione facoltativa, la natura cambiaria del titolo, pur se assente *ab origine*, può essere recuperata a seguito della scelta, astrattamente sempre ammissibile, di emettere i titoli in forma cartacea.

91 Resta da capire, se, al fine di garantire l'unitarietà dell'istituto delle cambiali finanziarie riformate sotto un profilo squisitamente tassonomico e dogmatico, sia opportuno estendere le conclusioni qui precisate anche ai titoli non dematerializzati o assoggettati a dematerializzazione “debole” (in questo senso, URBANI, *op. cit.*, p. 58).

92 Non pare, tuttavia, che da tutto ciò possa desumersi una volontà precisa del legislatore di ridimensionare la portata applicativa del diritto cartolare essendo piuttosto questa una conseguenza necessaria dell'evoluzione tecnologica che porta, *de facto*, al superamento di dettami incompatibili con il regime imposto dalla dematerializzazione.

