

BANCA D'ITALIA

Quaderni di ricerca giuridica

della Consulenza legale

Le polizze di credito commerciale

di Francesco Capriglione



Numero 20 - Dicembre 1988

BANCA D'ITALIA

Quaderni di ricerca giuridica

della Consulenza legale

Le polizze di credito commerciale

di Francesco Capriglione

Numero 20 - Dicembre 1988

All'analisi economica e tecnica, sulla quale si basa l'azione che la Banca d'Italia svolge come banca centrale ed organo di vigilanza, si accompagna, con crescente impegno, quella giuridica dei fenomeni creditizi e monetari e, più in generale, dei profili istituzionali dell'attività economica.

All'interno dell'Istituto è attribuito alla Consulenza Legale, accanto alle funzioni contenziosa e consultiva, il compito di svolgere indagini e ricerche in materia giuridico-bancaria.

I «Quaderni di ricerca giuridica» intendono essere, nell'ambito della Banca d'Italia e del sistema bancario, strumento di diffusione di lavori prevalentemente prodotti da appartenenti alla Consulenza Legale ed originati da ricerche di specifico interesse per l'Istituto.

COMITATO DI COORDINAMENTO: *GIORGIO SANGIORGIO, PIETRO DE VECCHIS, FRANCESCO CAPRIGLIONE, VINCENZO MEZZACAPO*

I «Quaderni» riflettono esclusivamente le opinioni dei singoli autori e non intendono, quindi, rappresentare posizioni ufficiali della Banca d'Italia.

Il presente scritto è destinato agli «Studi in onore di Giorgio Oppo».

INDICE

| | Pag. |
|---|------|
| 1. Evoluzione del sistema finanziario italiano e disintermediazione creditizia | 9 |
| 2. Le «polizze di credito commerciale»: struttura dell'operazione finanziaria | 12 |
| 3. <i>Segue</i> : spunti d'indagine | 14 |
| 4. Diffusione delle polizze e convenienza economica dell'operazione .. | 16 |
| 5. Qualificazione giuridica dell'operazione: in generale | 18 |
| 6. <i>Segue</i> : costituzione del rapporto obbligatorio | 20 |
| 7. <i>Segue</i> : il trasferimento del credito | 22 |
| 8. <i>Segue</i> : l'intervento fideiussorio della banca | 24 |
| 9. Le polizze di credito commerciale come «valori mobiliari» | 27 |
| 10. <i>Segue</i> : loro esclusione dalle forme di sollecitazione del pubblico risparmio | 29 |
| 11. <i>Segue</i> : loro riconducibilità all'ipotesi normativa dell'art. 11 della legge n. 77 del 1983 | 32 |
| 12. Le polizze di credito commerciale nella gestione di tesoreria delle banche | 35 |
| 13. Conclusioni | 37 |

1. Evoluzione del sistema finanziario italiano e disintermediazione creditizia.

Le trasformazioni che, nell'ultimo decennio, hanno interessato il sistema finanziario italiano appaiono unitariamente finalizzate all'obiettivo di una maggiore rispondenza delle nostre strutture economiche ad una logica di mercato.

Si individua una tendenza innovatrice specificamente volta a liberalizzare l'accesso al settore creditizio, ad affermare forme di controllo bancario sempre più svincolate dalla valutazione delle singole fattispecie operative, a conseguire modifiche di fondo nella compagine organizzativa della banca pubblica (1). A base di tali riforme è soprattutto l'intento di adeguare — in vista di una più completa apertura internazionale e di una piena integrazione economica europea — il nostro ordinamento del credito alla realtà strutturale ed operativa che si riscontra negli altri paesi occidentali.

Emergono, altresì, mutamenti nelle tecniche di finanziamento dei settori produttivi, tecniche che interagiscono sul ruolo della banca, progressivamente ridimensionandone la funzione nel contesto del sistema economico. Rileva, in proposito, l'attivazione di circuiti alternativi a quello creditizio, in grado di facilitare i collegamenti tra i risparmiatori e i prenditori di fondi, nonché la promozione di un'attività di *merchant banking* finalizzata all'alimentazione del capitale di rischio delle imprese e, quindi, all'ottimizzazione della struttura del passivo di queste. Decisivo, sul punto, appare il convincimento dell'autorità pubblica che lo sviluppo del mercato è assicurato dalla varietà degli strumenti

(1) Tale processo di rinnovamento del settore finanziario è in corso nel nostro Paese a partire dagli anni ottanta. Indubbiamente alla base di esso è l'integrazione economica europea e, quindi, l'esigenza di preordinare nell'ordinamento italiano livelli strutturali e funzionali in grado di competere con quelli dei nostri *partners* comunitari. La creazione di nuovi prodotti e nuovi intermediari finanziari, da un lato, il superamento dei criteri protettivi che in passato avevano caratterizzato il mercato bancario, dall'altro, individuano le linee tendenziali di una trasformazione che ha come obiettivo la valorizzazione dei principi della concorrenza. Ne deriva una progressiva *deregulation*, in vista di una diversa formalizzazione dell'intervento delle autorità pubbliche, e quindi una limitazione dei poteri discrezionali di queste ultime.

Per una puntualizzazione degli aspetti economici di tale fenomeno si rinvia alla *Relazione della Commissione MONTI-CESARINI-SCOGNAMIGLIO (istituita dal Ministro del Tesoro), Roma 1982, nonché a CONIGLIANI, L'innovazione finanziaria in Italia. Problemi di inquadramento e di vigilanza*, in «Temi di discussione» del Servizio studi della Banca d'Italia, 1986, n. 69, ove si rinviene, tra l'altro, un'accurato raffronto tra i caratteri fondamentali del nostro sistema e quelli dei principali Paesi esteri. Sempre in un'angolazione economica offre un quadro completo della problematica CANTONI, *Le innovazioni nel sistema economico e finanziario*, Milano 1986; CARANZA-COTTARELLI, *L'innovazione finanziaria in Italia: un processo disuguale*, Napoli 1987; PADOA-SCHIOPPA, *Sistema finanziario e regolamentazione*, in *Bollettino economico della Banca d'Italia*, 1988, n. 11, p. 41 e ss..

Per l'identificazione delle linee di tendenza che, in tale contesto, può assumere l'intervento pubblico cfr. CIAMPI, *Concentrazione bancaria, informazione bancaria e garanzia dei depositi*, in «Bancaria», 1984, p. 363 e ss..

Per valutazioni d'ordine giuridico, tra gli altri cfr. COSTI, *Le istituzioni finanziarie degli anni ottanta*, Bologna, 1984; ID., *L'ordinamento bancario italiano*, Bologna 1986; MINERVINI, *Introduzione a Le norme di attuazione della prima direttiva CEE in materia creditizia (77/780)*, in «Rass. Economica», 1985, 4, Suppl., p. 7 e ss.; MERUSI, *Trasformazioni della banca pubblica*, Bologna, 1985; DE VECCHIS, *Natura privata dell'attività bancaria e disciplina dell'accesso al suo esercizio*, in B.B.T.C. 1987, II, p. 162 e ss.; CAPRIGLIONE, *Costituzione di banche e rapporto banca-industria*, in «Scritti in onore di M.S. Giannini», vol. III, Milano 1988, p. 235 e ss.; ID., *Il controllo bancario nella prospettiva degli anni novanta*, in «Mondo Bancario», 1988, n. 5, p. 9.

che esso è in grado di offrire agli operatori e dal riequilibrio del rapporto tra capitale di rischio e indebitamento (1).

Ciò implica una riduzione della presenza del sistema bancario nel totale delle passività delle imprese. Da qui l'esigenza per l'autorità di procedere al controllo delle grandezze macroeconomiche facendo uso di una strumentazione diversa da quella di tipo amministrativo. Il ricorso ad una politica di stabilizzazione realizzata a mezzo dei tassi d'interesse conferisce importanza primaria al mercato monetario; lo spessore di questo assurge, quindi, a presupposto per la trasmissione degli impulsi di politica economica che si ricollegano alle variazioni delle condizioni di liquidità.

Analizzando l'attuale fase di transizione verso nuove forme di sviluppo del mercato, opportunamente in sede tecnica è stato dato rilievo ad alcune recenti iniziative che, in prospettiva, appaiono destinate ad «influenzare l'interbancario nel corso dei prossimi anni» (2). La riforma del sistema dei pagamenti, l'istituzione di un mercato secondario dei titoli pubblici, la possibilità di mobilitare le riserve obbligatorie delle banche incidono sui flussi delle tesorerie bancarie, sulla entità delle transazioni in titoli, sulla massa dei fondi da investire in attività finanziarie (3). E' un significativo passo nella direzione del *wholesale market* in attesa di tempi e modalità ottimali per la sua piena realizzazione.

Tale processo, tuttavia, ha finito con l'accentuare la tendenza alla disintermediazione bancaria da tempo in atto. Già nello scorso anno le autorità di vertice avevano ricordato il legame che, talora, la domanda di credito presenta ad operazioni «finanziarie» (4) e l'influenza che sulla «componente degli impieghi connessa con finalità finanziarie ... (esercita l') ...evoluzione dei rendimenti sul mercato monetario» (5); al presente, detta tendenza, ulteriormente aggravata dalla concessione di prestiti bancari al di sotto del prime-rate, sembra confermata dal riscontro di condizioni di massima concorrenza che hanno finito col determinare una configurazione del mercato dei capitali «a marsupio» (6). Interagisce su tale realtà la prassi, recentemente instaurata dalle imprese, di

(1) Cfr. *Relazione della Banca d'Italia per l'anno 1975*, p. 433; *Relazione della Banca d'Italia per l'anno 1977*, p. 407 e ss.; *Relazione della Banca d'Italia per l'anno 1982*, p. 410; *Relazione della Banca d'Italia per l'anno 1983*, p. 291.

(2) Così FERRI G.-MARULLO REEDTZ P., *Mercato interbancario e gestione degli attivi bancari*, 1988, in corso di stampa su «Temi di discussione» del Servizio Studi della Banca d'Italia, dattiloscritto p. 4.

(3) Da tempo la Banca d'Italia si è fatta carico di analizzare l'efficienza del nostro sistema di pagamenti al fine di renderlo meglio rispondente alle esigenze espresse dagli operatori. Nel 1987 è stato pubblicato a cura dell'Istituto di emissione un libro bianco nel quale è stata affrontata l'ampia tematica che in argomento si dibatte e sono stati indicati gli obiettivi e gli interventi da compiere per un'adeguata revisione del nostro sistema dei pagamenti; ad esso ha fatto seguito la presentazione di un progetto su «Scambio e regolamento in stanza di assegni bancari fuori piazza» (dicembre 1987), dandosi in tal modo l'avvio ad un processo di riforme destinato a migliorare il grado di funzionalità dei circuiti interbancari.

Sull'istituzione di un mercato secondario dei titoli pubblici cfr. MEZZACAPO, *Il mercato secondario organizzato dei titoli emessi o garantiti dallo Stato*, in «Quaderni di ricerca giuridica» della Consulenza legale della Banca d'Italia, n. 18, agosto 1988. Sui recenti orientamenti delle autorità creditizie in tema di riserve obbligatorie. Cfr. *La mobilitazione della riserva obbligatoria: motivazioni e implicazioni*, a cura della Banca d'Italia, ottobre 1988.

(4) Cfr. *Relazione della Banca d'Italia per l'anno 1986*, p. 218 e p. 223 e ss..

(5) Cfr. *Bollettino economico della Banca d'Italia*, 1987, n. 9, p. 41.

(6) Cfr. *Relazione del Presidente dell'ABI all'Assemblea del 28 giugno 1988*, p. 12, ove si rinviene una dettagliata analisi della struttura dei mercati.

sopperire al fabbisogno di credito «con una propria cartolarizzazione» che si svolge al di fuori dei canali bancari (1).

Sotto un profilo più strettamente giuridico, le descritte modifiche strutturali investono i diversi aspetti della problematica che interessa il nostro sistema finanziario. Vengono in discussione alcune tematiche che tradizionalmente hanno impegnato gli studiosi della materia. La determinazione dell'ambito di esplicazione del controllo pubblico, la legittimità dell'introduzione di nuove figure operative sperimentate in altri ordinamenti, la ridefinizione delle forme di raccolta del risparmio individuano settori d'analisi verso cui orientare la ricerca anche al fine di eliminare le incertezze interpretative connesse ad una trasformazione della realtà economica, forse non adeguatamente maturata. Più in generale, la identificazione di possibili soluzioni di tale problematica, incidendo sulle modalità di regolamentazione del fenomeno finanziario, può contribuire alla realizzazione di una disciplina organica dello stesso.

A livello istituzionale, risulteranno forse meglio chiariti i termini in cui la innovata (e certamente modificata rispetto al passato) presenza dell'intervento pubblico possa considerarsi determinante in sede di qualificazione della natura dell'attività bancaria. Diviene ipotizzabile, quindi, la fine dell'inquietante alternanza che, al presente, caratterizza gli orientamenti della Cassazione in ordine alla definizione di tale attività (2); l'adozione, da parte di quest'ultima, di criteri valutativi che tengano conto della mutata sfera di poteri dell'autorità, oltre che della *ratio* posta a fondamento del processo d'integrazione comunitaria, probabilmente solleciterà scelte interpretative più consone ai tempi e meglio aderenti alla nuova realtà del mercato.

(1) Cfr. *Relazione del Presidente dell'ABI*, cit. p. 16.

(2) Ci si riferisce agli oscillanti orientamenti che hanno caratterizzato la storia più recente della nostra Cassazione dalla nota sentenza delle Sez. Un. Penali del 23 maggio 1987, n. 8342 (pubblicata in «Banche e Banchieri», 1987, 6, Suppl.) a quella, avutasi ad opera della V Sez. Pen., del 6 maggio 1988 (pubblicata in «Economia e Tributi», n. 28, luglio 1988, p. 65).

Sorprende come la Cassazione in tale mutamento d'indirizzo non abbia tenuto assolutamente conto delle argomentazioni addotte dalla Corte Costituzionale nella decisione del 10 maggio 1988, con la quale era stata data piena conferma della sentenza 23 maggio 1987 (in tal senso cfr. DE VECCHIS, *Natura giuridica dell'attività bancaria e autorizzazione alla costituzione di banche*, in «Mondo bancario», 1988, n. 3, p. 25 e ss.).

2. Le «polizze di credito commerciale»: struttura dell'operazione finanziaria.

Lo sviluppo dei crediti di firma, avutosi nell'ultimo anno, appare in larga parte legato alla diffusione delle «polizze di credito commerciale», strumento finanziario che è stato ritenuto «assimilabile alla commercial paper esistente nel mercato statunitense» (1).

Nell'ultima Relazione della Banca d'Italia anche l'autorità tecnica preposta all'ordinamento del credito fa riferimento a tale nuova tipologia operativa: le indicazioni che in argomento si rinvergono non consentono, tuttavia, di desumere una presa di posizione ad essa favorevole o meno. Non si sottovaluta la rilevanza di quell'interessamento, anche se traspare l'intento di evitare valutazioni finchè non sarà stata fatta chiarezza in ordine alle numerose questioni di natura economica, giuridica e fiscale connesse alla introduzione del nuovo strumento nel nostro sistema.

Si procede, infatti, alla descrizione della struttura tecnica dell'operazione di emissione di polizze di credito commerciale e alla indicazione dei relativi caratteri funzionali; taluni dati, emergenti dalle indagini di mercato, in ordine alla consistenza quantitativa del fenomeno, ai tassi di rendimento, ai termini di durata che esso presenta completano il quadro di riferimento, lasciando intravedere spazi di possibile diffusione per tale forma di finanziamento alternativa all'indebitamento bancario (2).

Il nuovo strumento dà vita ad un rapporto complesso che si articola tra più soggetti: un ente bisognoso di credito, uno o più investitori, un intermediario bancario. Viene denominata «polizza» la documentazione afferente l'intera operazione la quale, tuttavia, si realizza attraverso una pluralità di atti negoziali distintamente documentati.

Per solito è un'impresa che, dovendosi approvvigionare di fondi sul mercato, trova conveniente emettere un documento che per ora diremo ricognitivo di un proprio debito; ciò gli consente di contrarre un prestito a tasso inferiore a quello altrimenti conseguibile ricorrendo alle linee di credito bancario di cui dispone. L'operazione è formalizzata mediante rilascio di una lettera commerciale al soggetto erogatore del finanziamento, lettera nella quale è prefissata la data di scadenza del debito, l'ammontare dell'interesse praticato (determinabile sulla base di un meccanismo di sconto costituito dalla differenza tra prezzo di emissione e valore di rimborso) ed è dichiarato che il pagamento sarà effettuato presso una banca all'uopo incaricata (la cui indicazione coincide con quella dell'ente creditizio che, come vedremo, è presente nell'operazione in qualità di fideiubente).

Il finanziatore — individuabile tra categorie diverse di investitori (imprese, banche, fondi comuni, etc.) — può trattenere il documento in portafoglio fino al momento in cui il credito diviene esigibile ovvero negoziarlo mediante una lettera di cessione esclusivamente presso altri imprenditori commerciali i quali

(1) Cfr. *Relazione della Banca d'Italia per l'anno 1987*, p. 203.

(2) Cfr. *Relazione della Banca d'Italia*, ult. cit., loc. cit.

sono facoltizzati, a loro volta, a cederlo, sempre a soggetti aventi detta qualità. La cessione avviene 'senza garanzia' ed è, peraltro, comprensiva di ogni diritto connesso con il credito ceduto. Si è accennato all'intervento di una banca la quale rilascia separatamente una fideiussione che garantisce la soddisfazione del credito, a scadenza, a favore dell'originario creditore e di chiunque si rendesse cessionario del credito attraverso una o più cessioni *pro soluto*. In relazione a tale impegno la banca si obbliga a verificare la qualità di creditore o di cessionario dell'avente diritto al pagamento previa consegna «in originale» dell'intera documentazione (lettera di riconoscimento del debito, lettera contenente la fideiussione ed, eventualmente, serie completa delle lettere di cessione) afferente l'operazione.

Talora l'intermediario bancario agisce anche come *broker*, occupandosi del collocamento delle polizze, ovvero, come si è accennato, diviene esso stesso prenditore della polizza per operare poi un *trading*, a prezzi differenziati, tra finanziato e finanziatore. In questo secondo caso, come è stato osservato sul piano tecnico, si unificano «il rilascio della fideiussione e l'intermediazione della polizza» con evidente semplificazione dell'emissione e ampliamento del mercato delle polizze (1).

(1) Cfr. AA.VV., *Aspetti dell'evoluzione del sistema finanziario*, a cura di F. AMBROSANO, A. BANFI, S. BERETTA, F. CESARINI, G. VACIAGO ed altri, in «Osservatorio monetario» dell'Associazione di Banca e Borsa, 1988, n. 1, p. 51.

3. *Segue: spunti d'indagine.*

Il modello operativo in esame, per quanto si richiami a figure (quale la *Commercial Paper*) già sperimentate all'estero ovvero praticate nel nostro paese (come le *accettazioni bancarie*), denuncia peculiarità caratterizzanti che non trovano riscontro in altri schemi (1). Da qui la difficoltà di pervenire ad un puntuale inquadramento del nuovo strumento finanziario che consenta di valutare appieno le conseguenze della sua introduzione nel mercato.

Non v'è dubbio che l'intelaiatura dell'operazione ripete, nella sostanza, quella di analoghi meccanismi destinati alla canalizzazione di fondi verso imprese che non intendono ricorrere al prestito bancario; tuttavia, la rinuncia, effettuata presumibilmente per motivi fiscali, all'uso di un titolo cambiario nella dinamica dei rapporti di credito (titolo adottato, invece, nel caso delle accettazioni) si riflette sulla qualificazione giuridica delle polizze, e non è priva di rilievo anche in sede di determinazione delle forme di controllo pubblico proponibili. Aggiungasi che l'entità del *taglio* delle polizze — il cui ammontare pare non sia stato finora inferiore a lire un miliardo — e la destinazione delle stesse ad «imprenditori» convergono nel collocarne la funzionalità al di fuori della sfera d'interesse della generalità dei risparmiatori, contrariamente a quanto si riscontra nei richiamati strumenti finanziari che ad esse per certi aspetti possono avvicinarsi.

V'è di più. A differenza delle accettazioni, le polizze fanno ricorso esclusivamente al mercato monetario. Non necessita, infatti, un intervento bancario che qualifichi, a livello strutturale, l'essenza dell'operazione (come è, invece, a dirsi del c.d. impegno ad accettare sulla base del quale la banca concede un'apertura di credito da utilizzare con emissione di tratte poi presentate all'accettazione) (2).

Come si è visto, l'ente creditizio può essere presente, a vario titolo, nella fattispecie (ora prestando una garanzia fideiussoria, ora assumendo la posizione di creditore iniziale nei confronti dell'emittente); la mobilitazione del risparmio verso i prenditori di fondi non è, tuttavia, condizionata dall'uno o dall'altro di questi atteggiamenti della fattispecie. La stessa fideiussione, certamente inquadrabile come le accettazioni tra i crediti di firma, non sarebbe per sé essenziale, essendo collegabile alla particolare connotazione del nostro mer-

(1) Sulle accettazioni bancarie per tutti cfr. PELLIZZI, *Accettazioni bancarie*, in «B.B.T.C.», 1978, I, 130 e ss.; CAPRIGLIONE, *Accettazioni bancarie*, ivi, I, 152 e ss.; LIBONATI, *Il problema dell'inquadramento giuridico delle fattispecie esaminate, con particolare riguardo alle accettazioni*, in AA.VV., *Operazioni anomale di finanziamento con emissione di titoli*, Milano 1980, p. 27 e ss.; SPANO, *Accettazione bancaria*, in «Dizionario del diritto privato», a cura di Irti, III, Milano 1981, p. 1 e ss.; FERRO-LUZZI, *Le accettazioni bancarie*, in «Impresa», 1981, p. 1740 e ss..

Sulla Commercial paper cfr. GOODALL, *Offers of Commercial Paper in the U.K.*, 1984 (April), I.F.L.R. p. 15; JOHNSON and KESLAR, *Here comes Euro C.P.*, 1985 (June), *Euromoney Corporate Finance*; PENN, *Sterling Commercial Paper*, 1986, B.F.L.R. p. 195 e ss.; SINISCALCHI M.C., *Euromercato e securisation: il caso della Euro-Commercial Paper*, in *Banche e Banchieri* 1988, p. 351 e ss.; NEVITT PETER K., *Project financing*, in «Rivista milanese di economia», Quaderno n. 15, 1988; ORIANI, *La commercial paper in Europa e nel mercato italiano: realtà e prospettive*, in *Bollettino dell'Associazione tecnica delle banche popolari* 1988, n. 5-6, p. 24 e ss..

(2) Sul punto cfr. il nostro *Accettazioni bancarie*, cit., p. 160. Ritiene, diversamente, che «le accettazioni bancarie ... tendono ad essere ... un canale di finanziamento che non passa per l'intermediazione bancaria», FERRO-LUZZI, *Le accettazioni bancarie*, cit. p. 1742.

cato piú che alla tipologia operativa in esame; essa trova, infatti, giustificazione nella mancanza nel nostro sistema di un *rating* che renda possibile, a somiglianza di quanto avviene nel mercato americano delle Commercial Paper, una valutazione preventiva del rischio di credito dell'emittente, si da rendere effettivamente selettiva la scelta d'investimento (1).

Ciò posto, l'indagine sulla qualificazione della fattispecie, muovendo dalla considerazione della posizione debitoria dell'emittente, dovrà valutare sia le modalità di trasferimento del credito certificato, sia la presenza di una fideiussione bancaria, vuoi nei suoi effetti civilistici, vuoi in relazione agli eventuali limiti ad essa apponibili in via autoritativa, in quanto prestazione di credito di firma da parte delle banche.

Una volta qualificata la fattispecie, vanno altresì verificate le modalità dell'intervento pubblico sotto il profilo della rilevanza che la diffusione di uno strumento siffatto presenta ai fini del governo della liquidità monetaria. Si prospettano problemi di vario genere: da quello concernente la inquadrabilità dell'operazione nell'ambito della regolamentazione dei flussi finanziari, alla ricerca (da parte dell'Organo di vigilanza) di soluzioni che consentano di evitare alle imprese bancarie l'assunzione di posizioni di rischio incompatibili con la loro potenzialità operativa e, dunque, con la loro stabilità.

La possibilità offerta dalle polizze di ottenere un finanziamento da un ambito soggettivo variegato pone il problema del loro inquadramento tra le possibili ipotesi di «sollecitazione del pubblico risparmio». L'approfondimento di tale tematica può contribuire alla definizione di un aspetto rilevante nella disciplina del mercato mobiliare e si rivela comunque di essenziale importanza ai fini della identificazione delle autorità pubbliche (Banca d'Italia e/o Consob) cui spettano i controlli su quel segmento di mercato, consentendo di puntualizzare ulteriormente le rispettive sfere di competenza.

A monte di ogni valutazione si pone, naturalmente, la verifica della convenienza economica della operazione. Tale momento d'indagine non si esaurisce nel mero calcolo della maggiore o minore redditività dell'impiego monetario che la polizza consente di effettuare, ma si estende all'analisi delle diverse situazioni fattuali e delle cause economico-giuridiche che possono favorire la diffusione sul mercato dello strumento in questione. Vengono, pertanto, in considerazione vuoi i particolari momenti congiunturali, vuoi le stesse modalità di contabilizzazione in bilancio degli importi rivenienti dalla partecipazione ai rapporti in cui la nuova tecnica finanziaria si articola.

(1) Cfr. SINISCALCHI M.C., *Euromercato e securisation: il caso della Euro-Commercial Paper*, cit. p. 355, ove si sottolinea l'importanza, nel mercato statunitense, delle *ratings agencies* che effettuano dette valutazioni del rischio di credito.

4. Diffusione delle polizze e convenienza economica dell'operazione.

Le prospettive di successo del nuovo strumento finanziario sono legate all'insieme delle opportunità consentite dall'uso del medesimo, opportunità che individuano i limiti della convenienza economica dell'operazione.

In tale logica, il grado di onerosità di tale forma di finanziamento viene rilevato sulla base di un calcolo che tiene conto del tasso di riferimento, per solito quello dell'interbancario per le imprese emittenti e quello sui B.O.T. per gli investitori (1). Ne deriva che — se l'ampiezza di tale segmento operativo si configura direttamente correlata allo *spread* che, di volta in volta, contraddistingue i tassi praticati sul mercato certamente determinante in materia deve ritenersi anche il potere negoziale delle parti che intervengono nel rapporto di polizza, atteso il «meccanismo di contrattazione» che ne caratterizza l'azione (2). Completa tale momento di verifica la valutazione dell'incidenza che, sull'ammontare complessivo del costo del finanziamento, presenta la garanzia fideiusoria rilasciata dalla banca a sostegno delle emissioni di cui trattasi.

Per converso, condizionamenti (di tipo diverso) alla diffusione delle polizze sono ipotizzabili in relazione al verificarsi di particolari situazioni di mercato. Rilevano, in proposito, soprattutto le fasi congiunturali caratterizzate da forte crescita della domanda di fondi da parte delle imprese, tale da indurre l'autorità di controllo alla fissazione di un massimale alla espansione degli impieghi. E' in tali circostanze che il nuovo strumento finanziario appare maggiormente suscettibile di sviluppo; si evidenzia, inoltre, la sua idoneità a soddisfare la contestuale esigenza di alcuni operatori, che richiedono finanziamenti anche a tassi elevati, e di altri disposti ad un impiego temporaneo delle eccedenze di liquidità (3).

A ciò aggiungasi la alternativa che le polizze rappresentano — in costanza di un deterioramento della situazione debitoria internazionale — agli impieghi in titoli bancari a breve (quali, ad esempio, i certificati di deposito); l'esigenza, che i maggiori investitori perseguono, di operare un frazionamento dei rischi — sì come, a livello generale, si traduce in un potenziamento dell'offerta verso le forme di *commercial paper* — presumibilmente potrà incrementare anche le operazioni della specie in esame (4). In evenienze del genere è prevedibile, inoltre, il determinarsi di un interesse degli operatori stranieri verso il nostro strumento finanziario; in tal senso agisce, in un contesto di integrazione dei mercati, anche la tendenza degli operatori a procedere ad emissioni di carta commerciale anche in paesi diversi dal proprio (5).

Legato all'andamento del mercato si configura, poi, la possibilità di sviluppo delle polizze derivante dalla componente finanziaria talora presente negli im-

(1) Cfr. sul punto FERRI G.-MARULLO REEDTZ P., *Mercato interbancario e gestione degli attivi bancari*, cit. p. 30.

(2) Cfr. AA.VV., *Aspetti dell'evoluzione del sistema finanziario*, cit. p. 53.

(3) Sulla peculiare idoneità delle polizze a funzionare come strumento del mercato monetario vedasi l'analisi predisposta dalla *Pasfin Studi* su 'La carta commerciale', febbraio 1987, nella quale le varie ipotesi di convenienza economica dell'operazione di cui trattasi tengono conto della sua veloce attivazione, nonché delle opportunità che, per il suo tramite, sono consentite vuoi agli investitori, vuoi agli imprenditori bisognosi di fondi.

(4) Cfr. ORIANI, *La Commercial paper in Europa e nel mercato italiano: realtà e prospettive*, cit., p. 30 e ss..

(5) Sul punto si veda lo studio della Bank of England, *Commercial paper markets: an international survey*, in «Bulletin», febbraio 1987, p. 48 e ss..

pieghi bancari. E' noto che qualora si verifichi una differenza fra tasso dei prestiti erogati da enti creditizi a imprese primarie e tasso di rendimento minimo sull'interbancario si creano le condizioni per un incremento della domanda di fondi destinata ad alimentare le operazioni di c.d. credito caldo (1), operazioni che potrebbero, poi, essere orientate a sostegno delle emissioni di polizze. Da qui il nesso intercorrente tra le forme d'intervento adottate dall'autorità di vertice nell'intento di rallentare detta componente degli impieghi bancari e lo sviluppo della nuova strumentazione finanziaria.

A tal fine, in un'angolazione più strettamente giuridica, va affrontata la complessa problematica della qualificazione sotto il profilo imprenditoriale dell'attività posta in essere dai prestatori di credito che intervengono nelle operazioni testé richiamate. L'indiscusso carattere intermediario, che l'attività in concreto presenta, non può ritenersi risolutivo di ogni questione definitoria in materia. Non è questa sede adatta per stabilire se l'attività in questione presenti oppur no carattere occasionale e se la stessa sia inquadrabile nel n. 2 (intermediazione nello scambio) ovvero nel n. 4 (attività bancaria) dell'art. 2195 cod. civ.. A tal riguardo se la provvista dei fondi erogati da imprese non creditizie che si finanziano con prestiti bancari fosse valutabile alla stregua di «raccolta di risparmio tra il pubblico» potrebbe pervenirsi alla conclusione che gli enti presenti in operazioni di c.d. credito caldo sono qualificabili come banche di fatto, con le note conseguenze che si ricollegano al verificarsi di tale qualifica (2).

Da ultimo, vanno considerati taluni particolari vantaggi che le modalità strutturali delle polizze sembra assicurino agli investitori. Alla diversificazione del portafoglio consentita all'ente che effettua il prestito ovvero ai cessionari del credito si aggiunge una ottimizzazione della gestione di tesoreria (ovviamente derivata sia dalla bassa rischiosità dell'operazione, sia dalla possibilità di effettuare anche impieghi di brevissima durata).

Altra causa che può favorire la diffusione del nuovo strumento finanziario è infine proprio la mancanza di una regolamentazione della materia; e ciò non solo con riguardo alla disciplina fiscale ma anche con riguardo alla vigilanza bancaria. Fino al momento in cui l'introduzione di una rigida disciplina delle polizze, a livello tributario, non ne limiti la convenienza economica (ad esempio: specifiche imposizioni sui redditi relativi) è prevedibile un ulteriore incremento delle stesse sul mercato (3). In senso analogo rileva l'inquadramento che le autorità creditizie potranno dare alle polizze a fini di vigilanza bancaria. Qualora ad esso si ricolleghi la contabilizzazione delle polizze come «impieghi» è prevedibile un ridimensionamento del fenomeno, atteso il prevalere di un orientamento che sottoponendone a vincolo di espansione (a somiglianza di quanto già predisposto per le accettazioni bancarie) il quantitativo assumibile in portafoglio, si presenta come sostanzialmente restrittivo della libertà delle banche.

(1) A tale fenomeno, come si è detto (cfr. nota n. 4 di p. 10), già da tempo le autorità creditizie hanno prestato attenzione, rappresentando in proposito motivi di preoccupazione derivanti dal deterioramento, rispetto agli anni precedenti, registrato nel 1986 della qualità dei prestiti bancari. Sul punto Cfr. *Relazione della Banca d'Italia per l'anno 1986*, p. 224.

(2) Su tale tematica cfr. da ultimo CIRILLO, *La problematica della banca di fatto in un mercato finanziario in evoluzione*, in corso di stampa su «B.B.T.C.» 1989, ed ivi bibliografia richiamata.

(3) Stando alle conclusioni cui si perviene nella menzionata indagine sulle polizze di credito commerciale condotta dalla *Pasfin Studi* (v. *supra* nota n. 3 di p. 16), attualmente sembra debba ritenersi «equivalente il trattamento fiscale (ai fini delle imposte dirette) di titoli di Stato e carta commerciale» (p. 5).

5. Qualificazione giuridica dell'operazione: in generale.

Lo specifico richiamo a schemi negoziali diversi — nei quali, come si è visto, viene strutturata l'emissione della polizza e la sua eventuale spendibilità fino al momento della riscossione del credito — non favorisce una costruzione unitaria della operazione in esame.

Le maggiori difficoltà in proposito sembrano derivare dalla rinuncia, nella fattispecie, all'utilizzo di un titolo di credito (cambiario), alla quale non fa riscontro, tuttavia, la rinuncia ad ogni momento ed utilità della disciplina propria del sistema cartolare (1). Probanti in proposito appaiono, da un lato, l'esplicito richiamo all'art. 1988 cod. civ., ai sensi e per gli effetti del quale viene rilasciata la dichiarazione di debito (debito causalmente giustificato, quindi, malgrado l'inversione dell'onere della prova, dalla relazione sostanziale sottostante), dall'altro la piena ed irrevocabile rinuncia, contenuta nella cennata dichiarazione, ad «opporre eccezioni non previste esplicitamente nella lettera, sia nei confronti di colui che si legittima cessionario del credito ... sia nei confronti dei precedenti aventi diritto».

Benchè la creazione del rapporto obbligatorio si riporti ad un atto di autonomia negoziale ed il trasferimento del diritto relativo avvenga nelle forme della cessione dei crediti, traspare chiara la volontà di tutelare i soggetti che intervengono nell'operazione assicurando l'autonomia della posizione del cessionario rispetto ai precedenti titolari del diritto.

Ciò non basta, tuttavia, a legittimare una costruzione della fattispecie in termini di titolo di credito e, meno che mai, in termini di astrazione sostanziale. Decisivo in proposito appare non soltanto l'esplicito richiamo all'art. 1988 cod. civ., quale fonte dell'obbligazione dell'emittente, ma l'intero contesto pattizio attraverso cui si articola l'operazione. La configurazione di un debito causale trova corrispondenza, infatti, nella mancata creazione di un documento autosufficiente e capace di circolazione cartolare, atteso che la trasferibilità del credito è affidata allo schema della cessione. Nè, d'altra parte, può in alcun modo ritenersi rilevante ai fini di un inquadramento delle polizze tra i titoli di credito la considerazione che taluni di questi si articolano cartolarmente in più parti tra loro *disgiunte* (ad esempio: fede di deposito e nota di pegno); infatti, in tali ipotesi non solo l'emissione delle più parti è contestuale, ma tutte nascono e circolano secondo i principi cartolari. Deve, dunque, ritenersi che la pattizia rinuncia alle eccezioni si fonda su un distinto atto di disposizione negoziale.

Parimenti da escludere è che le polizze siano riconducibili alla categoria codicistica dei c.d. titoli impropri, i quali — com'è noto — se non danno luogo ad incorporazione del diritto nel documento hanno capacità di circolare nelle forme proprie dei titoli di credito se pure con gli effetti della cessione (art. 2002) (2), profili sotto i quali non vi è evidentemente corrispondenza con la nostra fattispecie.

(1) Per una disamina completa dei rimedi dell'autonomia e della cartolarità nei quali si compendia la funzione dei titoli di credito, cfr. per tutti PELLIZZI, *Principi di diritto cartolare*, Bologna 1967, *passim* ma in particolare p. 21 e ss..

(2) Cfr., tra gli altri, ASQUINI, *Titoli di credito*, Padova 1966 p. 50; FIORENTINO, *Dei titoli di credito*, in «*Commentario al codice civile*», a cura di Scialoja e Branca, Bologna - Roma 1974, p. 130 e ss.; DI AMATO, *I titoli di credito*, in «*Trattato di diritto civile*», a cura di Rescigno, Torino 1985, vol. 13, p. 454 e ss..

Lo sforzo della pratica di conciliare figure diverse nella stessa realtà operativa e il tentativo di conferire gli effetti propri della astrazione alla circolazione di un credito sorto su un certo fondamento causale non valgono dunque a sottrarre la fenomenologia che ci occupa alla ordinaria qualificazione negoziale sia pure in termini di «fattispecie complessa» e nel rispetto del collegamento degli elementi che la compongono.

Ferma la rinuncia a costruire la polizza come titolo di credito, un problema interpretativo è prospettabile con riferimento alla possibilità di far valere fatti impeditivi, modificativi o estintivi del diritto avuto riguardo alla dichiarazione dell'emittente la lettera di debito «di rinunciare... ad opporre eccezioni... sia nei confronti di colui che si legittima cessionario del credito... sia nei confronti di precedenti aventi diritto». Non viene chiarito, infatti, se tale impegno valga anche nei confronti dell'originario creditore (cui venne rilasciata la lettera).

La risposta negativa sembra preferibile anche considerando che diversamente si avrebbe un'astrazione sostanziale della causa già nei rapporti tra parti dirette, il che contrasterebbe con il principio di causalità (al quale è informato il nostro ordinamento) e non si verifica, infatti, neanche nei titoli di credito.

Esclusa nelle polizze la natura di titoli di credito, non si presenta per esse il problema dei limiti della libertà di creazione di titoli atipici: libertà che del resto, sulla scorta dell'art. 2004 cod. civ., l'opinione prevalente esclude solo per i titoli al portatore che possano svolgere una funzione concorrente con quella della moneta (1). Aderendo a questo orientamento si elimina *a fortiori* ogni dubbio circa la validità ed efficacia nei limiti sopradetti della clausola di rinuncia alle eccezioni nelle nostre fattispecie.

Resta, invece, il quesito della inquadrabilità delle polizze tra i valori mobiliari, una volta superato l'orientamento che identificava questi ultimi con i titoli di massa (qualifica che non compete alle polizze in quanto non emesse in serie come frazionamento di una operazione complessiva) (2). Identificati i valori mobiliari più genericamente come strumenti di raccolta del risparmio, *lato sensu* rappresentativi del diritto del risparmiatore, resta da stabilire se l'offerta volta ad attrarre l'investimento in polizze possa configurarsi come sollecitazione del pubblico risparmio, del che si dirà in seguito.

(1) Sulla libertà di creazione dei titoli atipici cfr., tra gli altri, FERRI GIUS., *Autonomia privata e promesse unilaterali*, in «B.B.T.C.», 1960, I, p. 487; LIBERTI SI, *Profili tipologici e profili normativi nella teoria dei titoli di credito*, Milano 1971, p. 317; CHIOMENTI, *Il titolo di credito*, Milano, 1977, p. 191; MARTORANO, *Libertà di creazione dei titoli di credito ed autonomia privata*, in «B.B.T.C.», 1978, p. 385 e ss.; OPPO, *Diritto cambiario, diritto cartolare, diritto comune: una discussione sui titoli di credito*, in «Riv. dir. civ.», 1979, II, p. 185 e ss.; SPADA, *Fattispecie e disciplina cartolari*, in «Riv. dir. civ.», 1979, II, p. 56; PELOSI, *Libertà di creazione di titoli di massa atipici*, in «Studi in onore di C. Grassetti», Milano 1980, vol. III, p. 1405 e ss..

(2) Cfr. PELOSI, *Libertà di creazione di titoli di massa atipici*, cit. p. 1413; CASTELLANO, *I titoli di massa*, in «B.B.T.C.», 1986, I, p. 22 e ss..

6. *Segue: costituzione del rapporto obbligatorio.*

Il debito dell'emittente la polizza potrebbe, in astratto, risultare una dichiarazione *pura* o (almeno processualmente) *astratta*, priva cioè della indicazione del titolo, ovvero contenere quella indicazione configurandosi allora come *causale* (1).

Il testo delle polizze non offre sul punto sufficienti elementi di ragguaglio. Manca in esso, invero, l'indicazione del fatto costitutivo del rapporto ovvero uno specifico riferimento al rapporto fondamentale. Vi si rinviene in genere un espresso richiamo agli «accordi verbali intercorsi» tra le parti, ma la genericità di tale locuzione non consente di attribuire valore titolato alla dichiarazione. Sembra piuttosto che dall'intero contesto della dichiarazione di debito sia desumibile un intento di astrazione, quanto meno processuale, dalla *causa debendi*. Probabilmente il riferimento a pregresse intese — versandosi in presenza di una dichiarazione rivolta non solo alla parte ma anche ai terzi (2) — è preordinato allo scopo di collocare la polizza su uno sfondo contrattuale e non meramente unilaterale e anche allo scopo di eliminare qualsivoglia ipotesi di simulazione, talora ravvisata dalla giurisprudenza in casi del genere (3); d'altra parte, trattandosi di accordi *verbali*, non si rinvengono gli estremi per ritenere che il riconoscimento del debito assuma anche il valore probatorio della ricognizione di cui all'art. 2720 cod. civ. (4).

La dichiarazione appare dunque riconducibile allo schema dell'art. 1988 ed esplica i suoi effetti dispensando «colui a favore del quale è fatta dall'onere di provare il rapporto fondamentale», la cui esistenza «si presume fino a prova contraria» e riversando sul convenuto l'onere della prova medesima, cioè di provare sia l'inesistenza che l'invalidità del rapporto causale.

Superfluo rilevare come in tal modo si garantiscano e l'esercizio e la circolazione del diritto: finalità alla quale convergono i diversi momenti della fattispecie negoziale e, in particolare, la già ricordata rinuncia espressa alla opponibilità di eccezioni nei confronti dei cessionari.

Sul piano della legittimità dell'operazione in discorso, mentre non vengono in considerazione i limiti di ordine generale dell'autonomia privata, ci si

(1) Ritiene che la norma dell'art. 1988 si riferisce alle ricognizioni che non menzionano il titolo del credito, tra gli altri, FERRI, *Le promesse unilaterali*, in «*Trattato di diritto civile*», diretto da Grosso e Santoro-Passarelli, Milano 1972, p. 13 e ss.; aderisce sostanzialmente a tale tesi GRAZIANI C.A., *Promessa di pagamento e riconoscimento di debito*, in «*Trattato di dir. privato*» diretto da Rescigno, vol. 9, Torino 1984, p. 675. Estende l'applicabilità di tale disposizione alle ipotesi in cui si rinvenga anche l'indicazione della *causa debendi*, tra gli altri, BRANCA, *Delle promesse unilaterali*, in «*Commentario del codice civile*» a cura di SCIALOJA e BRANCA, sub. art. 1988, Bologna-Roma, 1966, p. 356 e ss..

(2) La prevalente dottrina afferma il carattere recettizio della ricognizione del debito, per tutti cfr. BRANCA, *Delle promesse unilaterali*, cit. p. 427; in senso dubitativo FALQUI MASSIDA, *Promessa unilaterale*, (voce) in Nov. Dig. it., vol. XIV, Torino, p. 77 e ss.

Va, altresì, tenuta presente quella opinione (GIAMPICCOLO, *La dichiarazione recettiva*, Milano 1959, p. 106) che ritiene ultroneo affermare il carattere recettivo del riconoscimento del debito in quanto questo non produce un mutamento sostanziale del rapporto, ma un effetto che è una «conseguenza legale» dell'atto.

(3) Cfr. App. Napoli 5 maggio 1966, in Foro Padano 1967, I, 816; Cass. 14 marzo 1973, n. 723, in Rep. Foro it. 1973, voce «promesse unilaterali», n. 3.

(4) Sul problema della estensibilità al riconoscimento di debito del precetto contenuto nell'art. 2720 cod. civ., cfr. BETTI, *Delle promesse unilaterali*, cit. p. 423; GRAZIANI C.A., *Promessa di pagamento e riconoscimento di debito*, cit. p. 675.

può chiedere se non sia ipotizzabile una violazione dei limiti specifici dell'indebitamento consentito ad una s.p.a.. La problematica, che in argomento si pone, attiene alla assimilabilità delle polizze alle obbligazioni relativamente alle quali, com'è noto, trovano applicazione le condizioni e i limiti di cui al disposto dell'art. 2410 cod. civ.. La funzione di finanziamento, che caratterizza lo strumento in esame, può sembrare giustificarsi l'accostamento almeno per quanto concerne la rilevanza economica della operazione; tuttavia le considerazioni che dianzi ci hanno consentito di escludere l'inquadramento delle polizze tra i titoli di credito di massa sembrano probanti anche ai fini della soluzione della questione ora in esame e portano ad escludere la riferibilità alle emissioni di polizze dei limiti anzidetti (e, parallelamente, la competenza dell'assemblea straordinaria ex art. 2365 cod. civ.).

Questione diversa è quella relativa all'inquadramento dell'emissione di polizze nell'ordinaria o straordinaria amministrazione e, quindi, la sua riconducibilità al potere di compiere gli atti dell'una o dell'altra categoria. All'uopo decisivo si configura il riferimento al rapporto fondamentale ancorchè inespresso: non è, infatti, alla stregua del riconoscimento o accertamento del debito ma alla stregua della sua origine (riconducibile in pratica ai ricordati «accordi verbali») che va giudicato se l'operazione rientri o meno nella sfera di potere del gestore. (1) Di norma, e secondo la funzione comune delle polizze, l'operazione sarà di finanziamento e il potere richiesto nel gestore sarà quello di assumere finanziamenti. Non si può trascurare, tuttavia, neanche sotto il profilo ora in esame, il fatto della rinuncia alle eccezioni: in relazione alla quale sembra giustificato richiedere che al gestore non sia preclusa l'assunzione di obbligazioni cambiarie.

(1) L'efficacia della dichiarazione si configura, pertanto, legata all'accertamento della posizione del soggetto che sottoscrive il riconoscimento per conto della società debitrice; ne consegue che essa finisce col dipendere dalla verifica vuoi della permanenza nella carica societaria che il medesimo ricopre, vuoi della ampiezza dei poteri esercitati.

7. *Segue: il trasferimento del credito.*

Nel meccanismo complessivo della polizza il ricorso alla cessione del credito per realizzare il trasferimento del diritto si ispira verosimilmente all'orientamento dottrinale che ipotizza l'astrazione dalla causa nelle cessioni di crediti, con la conseguenza che il ceduto sarebbe «tenuto all'adempimento nei confronti del cessionario, anche se il negozio sottostante la cessione fosse, per qualsiasi ragione, del tutto improduttivo di effetti» (1). Verrebbe, per tal via, riconosciuta la irrilevanza dei vizi inerenti oltre che al negozio costitutivo a quello di trasferimento, con ulteriore garanzia di sicurezza della circolazione.

A ben considerare, tuttavia, la premessa di una costruzione del genere sembra risolvere in maniera semplicistica la problematica relativa alla cessione di credito, schema del quale può riconoscersi la pluralità di funzioni — e, dunque, la carenza di una tipicità causale — senza che ciò comporti (salvo il disposto dell'art. 1248 cod. civ.) astrazione dalla causa concreta; con il che si metterebbe in forse la stessa successione nel rapporto obbligatorio (2).

Ciò posto, non dà luogo a particolari problemi la individuazione — nella nostra ipotesi — dell'oggetto della cessione, potendo esso essere rappresentato da qualsivoglia diritto di credito, indipendentemente dalla natura del rapporto negoziale che ne è alla base (promessa unilaterale ovvero contratto sinallagmatico) (3).

Dubbia può sembrare, invece, la possibilità di rendere oggetto di cessione i soli interessi ricorrenti nell'operazione di finanziamento; l'ammontare dei quali, come si è visto, è ricompreso nella indicazione globale della somma di cui l'emittente si riconosce debitore. Orbene, il credito relativo agli interessi, venendo a maturazione col decorso del tempo, potrebbe considerarsi come *futuro*, ma ciò non porta a metterne in forse la cedibilità giacché anche i crediti futuri vengono pacificamente ritenuti trasferibili qualora siano suscettibili di determinazione (la qual cosa è senz'altro ravvisabile nell'impegno assunto nella polizza) (4), pur dovendosi ovviamente ritenere che il contratto presenta un'efficacia meramente obbligatoria fino a quando il credito non sia venuto a giuridica esistenza (5). Del resto, non è priva di rilievo la circostanza che dottrina e giurisprudenza appaiono costantemente orientate a favore della piena validità del *factoring*, nel quale il carattere futuro, e anzi eventuale, dei crediti ceduti rappresenta un aspetto peculiare del contratto (6).

(1) Così MANCINI, *La cessione dei crediti*, in «Trattato di diritto privato» diretto da Rescigno, vol. 9, Torino 1984, p. 382.

(2) Cfr., tra gli altri, PANUCCIO, *Cessione volontaria dei crediti nella teoria del trasferimento*, Milano 1955, p. 29; PIRAINO LETO, *Cessione di credito a fine di garanzia*, in «Nuovo Dir.» 1971, p. 529 e ss.; PERLINGIERI, *Cessione dei crediti*, Roma-Bologna 1982, p. 29 e ss..

Unanime sul punto la giurisprudenza cfr. Cass. 15 maggio 1974, n. 396, in «Rep. Foro it.» 1974, voce «Cessione del credito», n. 1; Cass. 20 novembre 1975, n. 3887, in «Giur. it.» 1977, I, 1, 126.

(3) Cfr. per tutti MANCINI, *La cessione dei crediti*, cit. p. 385.

(4) Cfr. PERLINGIERI, *Cessione dei crediti*, cit., p. 12 e ss..

(5) Cfr. Cass. 2 agosto 1977, n. 3421, in «Giur. it.» 1978, I, 1, 1572; Cass. 5 giugno 1978, n. 2798, in «Rep. Foro it.» 1978, voce, «Cessione dei crediti», n. 2.

(6) Cfr. sul punto DOLMETTA-PORTALE, in «B.B.T.C.» 1985, I, p. 267, ove richiami dottrinali e giurisprudenziali.

Più complessa si configura la questione relativa alla identificazione dell'oggetto della cessione sotto il profilo della rinuncia ad opporre eccezioni, potendo dubitarsi che la vicenda traslativa abbia veramente ad oggetto lo stesso diritto del cedente. Il dubbio appare tuttavia eccessivo avuto riguardo alla possibilità che le eccezioni divengano inopponibili anche in vicende di diritto comune (artt. 1248, 1271 cod. civ.).

Nell'esame della posizione del debitore ceduto rileva, altresì, l'orientamento dottrinale che ha ritenuto essenziale, almeno in taluni casi, per l'efficacia della cessione, l'assenso del debitore medesimo (1). E' evidente che un simile condizionamento influirebbe negativamente sulla speditezza della circolazione della polizza. Preferibile appare, tuttavia, ritenere che l'accettazione sia sempre preordinata all'eliminazione di uno stato d'incertezza circa la titolarità del credito (2), riportandosi il trasferimento del diritto al momento dell'incontro delle volontà; l'accettazione, quindi, vale essenzialmente ad escludere la liberatorietà del pagamento effettuato nei confronti del cedente (3) e come forma di pubblicità rispetto ai terzi. Trova spiegazione, in tale contesto, l'equiparazione che si rinviene negli artt. 1264 e 1265 cod. civ. tra accettazione e notifica.

Resta il fatto che la stessa notifica se dovesse effettuarsi nelle forme prescritte dall'ordinamento processuale rappresenterebbe un ulteriore ostacolo alla spedita attuazione delle finalità delle polizze.

Senza volere in questa sede prendere posizione sul dibattito dottrinale e giurisprudenziale relativo alla necessità di una tale caratterizzazione della notifica anche fuori della materia processuale, sembra attendibile l'orientamento prevalente che rifiuta tale rigore formale dovendosi alla notifica della cessione ascrivere l'unico effetto di individuare la data certa della comunicazione al debitore (4). Tale soluzione viene incontro alla esigenza di una semplificazione della strumentazione giuridica, quale si richiede nell'attuale processo evolutivo delle tecniche operative e del sistema dei pagamenti.

(1) Per un puntuale riferimento sugli aspetti di tale problematica e per una rassegna delle varie posizioni della dottrina Cfr. PERLINGIERI, *Cessione dei crediti*, cit. p. 159 e ss.

(2) Cfr. MANCINI, *La cessione dei crediti*, cit., p. 388.

(3) Cfr. MANCINI, *La cessione dei crediti*, cit., loc. ult. cit.

(4) Per tutti cfr. DOLMETTA, *Cessione dei crediti*, in «*Digesto*», Discipline privatistiche, Sez. civ., II, Torino, 1988, p. 285 e ss.; in particolare p. 301 e ss.

8. *Segue: l'intervento fideiussorio della banca.*

L'intervento di un ente creditizio nell'operazione, che come si è visto avviene mediante prestazione (da parte di questo) di una garanzia fideiussoria, sembrerebbe non dar luogo a problemi particolari per quel che riguarda gli aspetti civilistici dell'obbligazione assunta dalla banca. Il testo della lettera d'impegno, preordinato a realizzare l'obiettivo di garantire in modo autonomo il credito oggetto della polizza, finisce, peraltro, con l'alterare nella sostanza la struttura tradizionale del rapporto fideiussorio.

La garanzia — contenuto della quale è la soddisfazione del diritto di chi dimostrerà la sua qualità di cessionario del credito indicato nella lettera dell'emittente — è, infatti, mantenuta ferma «nonostante la eventuale opposizione da parte della società...(debitrice)... e nonostante la eventuale pendenza di controversie sulla esistenza e sulla esigibilità del credito medesimo». Si individua nella posizione del fideiubente l'assunzione di un impegno in via principale neanche subordinato, se non alla escussione, alla preventiva richiesta della prestazione al debitore, preventiva richiesta che si ritiene attenui (a prescindere da convenzione che renda sussidiaria la responsabilità del garante: art. 1944, comma secondo, cod. civ.) la solidarietà fideiussoria (1).

Il mutamento del criterio ordinatore della relazione creditore-fideiussore espone il secondo al rischio di presentarsi come il reale responsabile del pagamento del debito. In tal senso, del resto, si orientano i primi studi sul nuovo strumento finanziario nei quali si sottolinea come particolare l'ipotesi in cui «l'impresa nella sua qualità di emittente... (è)... responsabile del credito... nel caso di fallimento (sic!) della banca che ha concesso la fideiussione» (2), laddove la giurisprudenza da tempo si è espressa a favore di una delimitazione della responsabilità del fideiussore, nel senso che nel solo caso del fallimento del debitore principale egli possa opporre il (convenuto) beneficio di escussione (3).

Di tali risultanze le banche presumibilmente terranno conto in sede di determinazione del costo della fideiussione, con evidenti ripercussioni sulla valutazione economica dell'operazione.

A ciò aggiungasi la considerazione che la volontà d'obbligarsi in via principale si riflette anche sul carattere accessorio della fideiussione e, dunque, del vincolo che lega quest'ultima alle vicende dell'obbligazione principale (4). L'accessorietà assume qui una valenza solo formale in quanto viene meno la dipendenza della validità della fideiussione da quella dell'obbligazione principale. Invero, dalla previsione pattizia in base alla quale l'impegno della banca non è condizionato dalla «pendenza di controversie sulla esistenza o esigibilità

(1) Su tale carattere del rapporto fideiussorio, tra gli altri, cfr. D'ORAZI FLAVONI, *Fideiussione*, in «Trattato di diritto civile», diretto da Grosso e Santoro Passarelli, vol. V, Milano, 1961, *passim* e in particolare p. 38; CAMPOBASSO, *Coobbligazione cambiaria e solidarietà disuguale*, Napoli, 1974; PORTALE, *Fideiussione e "garantievertrag"*, in «Le operazioni bancarie», a cura di Portale, tomo II, Milano, 1978, p. 1045 e ss.; SIMONETTO, *La fideiussione prestata dai privati*, Padova, 1985, *passim* ed in particolare p. 127 e ss..

(2) Così si legge nell'analisi della *Pasfin Studi* su «La Carta Commerciale», cit., p. 3.

(3) Cfr. Cass. 17 luglio 1985, n. 4218, in «Rep. Foro it.», 1985, voce «Fideiussione», n. 33.

(4) Sull'accessorietà della obbligazione fideiussoria cfr. per tutti FRAGALI, *Fideiussione*, (voce) in «Enc. Dir.», vol. XVII, p. 346 e ss., in particolare p. 355.

del credito» discende, in sostanza, il disconoscimento del tipico legame tra rapporto di garanzia e rapporto primario. Ciò è evidente solo che si ponga mente alla possibilità di una declaratoria giudiziale che infici il negozio costitutivo della polizza, per cui unico soggetto tenuto al pagamento del debito risulta, al fine, l'ente creditizio.

In quest'ordine d'idee la deroga alla disciplina legale potrebbe far sorgere dubbi circa la stessa validità del contratto. Si sarebbe in presenza di un'ipotesi negoziale per alcuni aspetti assimilabile a quella della *fideiussione omnibus* o del contratto autonomo di garanzia, laddove al difetto della determinatezza dell'oggetto del contratto corrisponde una garanzia di tale ampiezza da giungere a ribaltarne la funzione, ponendo il fideiussore nella posizione di unico responsabile dell'obbligazione (1).

Sotto altro profilo, tale configurazione del negozio fideiussorio sembra ricondurre le polizze nell'ambito della sfera autorizzativa della Banca d'Italia ai sensi dell'art. 2, comma 3, l.b.. Qualora, infatti, come si vedrà, sia possibile inquadrare le polizze nella categoria dei «valori mobiliari», l'intervento dell'ente creditizio nell'operazione, in quanto posto in essere con le modalità di cui sopra si è detto, potrebbe ravvisarsi come essenziale per la realizzazione dell'operazione: verrebbero a configurarsi, quindi, i presupposti per l'applicabilità della cennata disposizione della legge bancaria.

E' fuor di dubbio che il menzionato art. 2 l.b. ha diretto riferimento ad un'attività intermediatrice in sede di collocamento dei valori mobiliari sul mercato, sì come ha esattamente sottolineato l'orientamento dottrinale prevalente (2). Tuttavia, la dizione letterale usata si presta ad un'interpretazione più ampia, comprensiva cioè di fattispecie nuove — del genere di quella oggetto del presente studio — la «realizzazione» delle quali sia, comunque, ascrivibile ad un intervento della banca. Naturalmente, sarà compito dell'interprete verificare come vada letta la richiamata norma dell'art. 2 l.b. alla luce delle integrazioni e modificazioni apportate dalla legge n. 77 del 1983 la quale (agli artt. 11 e 12) ha fissato la nuova disciplina dei valori mobiliari.

Per converso, la anzidetta configurazione del rapporto fideiussorio non sembra rilevante sotto il profilo della vigilanza bancaria, attesa la regolamentazione dei crediti di firma e degli impegni di natura finanziaria disposta dalle autorità di settore (3).

(1) Sulla figura della *fideiussione omnibus*, cfr. per tutti RAVAZZONI, *La fideiussione generale*, in «B.B.T.C.» 1980, I, p. 257 e ss.; Bozzi, *La fideiussione generale*, in «Trattato di diritto privato», diretto da Rescigno, vol. 13, Torino, 1985, p. 234. Sul contratto autonomo di garanzia cfr. MOLLE, *In tema di contratto autonomo di garanzia*, in «Bancaria», 1980, p. 1255 e ss.; MACCARONE S., *Contratto autonomo di garanzia*, in «Dizionari del diritto privato», a cura di IRTI, «Diritto Commerciale industriale», Milano, 1981, p. 379 e ss.; BENNATI, *Garanzia (contratto autonomo di)*, in «Nov. Dig. it.», Appendice, Torino, 1982, p. 918 e ss. In giurisprudenza v. Cass., Sez. Un. 1 ottobre 1987, n. 7341, in «B.B.T.C.», 1988, II, p. 1 e ss.

(2) Cfr. tra gli altri VISENTINI G., *L'autorizzazione della Banca d'Italia all'emissione di azioni quotate in Borsa o da collocare a mezzo di aziende di credito*, in «B.B.T.C.», 1976, II, p. 332 e ss.; LIBONATI, *Aumenti di capitale plurimi e autorizzazione ministeriale*, in «Riv. dir. comm.», 1978, II, p. 13 e ss.; CABRAS, *Autorizzazione ministeriale per le operazioni finanziarie delle società*, in «Giur. comm.», 1982, I, p. 167 e ss.; DESIDERIO, *Emissione di valori mobiliari ed autorizzazioni amministrative*, in «B.B.T.C.», 1982, I, p. 734 e ss.

(3) Cfr. le *Istruzioni di vigilanza per gli enti creditizi*, emanate dalla Banca d'Italia nell'aprile 1988 sulla base della delibera del CICR del 21 maggio 1987, Cap. XXXV, Sez., p. 1.

In proposito, a chiarificazione dei dubbi manifestati dalla dottrina circa la possibilità di interventi limitativi in materia (1), il rilascio di crediti di firma (fideiussioni, avalli, aperture di credito documentarie, accettazioni, ecc.) da parte della banca è stato correlato ad un certo rapporto percentuale col patrimonio di questa (indipendentemente dalla durata dell'operazione), precisandosi in proposito che l'impegno deve «essere considerato per l'intero ammontare» (2).

Da qui l'ininfluenza della circostanza che il fideiussore si presenti in veste di obbligato principale, dal momento che l'enunciata disciplina parifica a fini di contenimento del rischio, le diverse forme tipologiche in cui può presentarsi l'assunzione di impegni siffatti. Naturalmente, va da sè che l'equiparazione delle polizze agli altri crediti di firma implica che le prime vadano a computarsi nella formazione dell'aggregato il cui totale va contenuto nei limiti del decuplo del patrimonio ai fini della determinazione dell'ammontare complessivo dell'impegno finanziario assumibile dalla banca (3).

(1) Cfr. FERRO LUZZI, *Le accettazioni bancarie*, cit.

(2) Cfr. le *Istruzioni di vigilanza per gli enti creditizi*, emanate dalla Banca d'Italia, Cap. XXXV, cit., loc. cit.

(3) Cfr. le *Istruzioni di vigilanza per gli enti creditizi*, emanate dalla Banca d'Italia, Cap. XXXV, cit., p. 2.

9. Le polizze di credito commerciale come «valori mobiliari».

La qualificazione delle diverse fasi negoziali che concorrono alla formazione della polizza lascia aperta la problematica della inquadrabilità della fattispecie in ordine alla disciplina del mercato mobiliare.

L'esclusione che, nel caso, si versi in presenza di un titolo di credito non basta a risolvere negativamente la questione della riconducibilità della polizza alla nozione di valore mobiliare, attesa l'ampia portata che quest'ultima ha assunto a seguito dell'emanazione della legge 23 marzo 1983, n. 77. Se per il passato, infatti, era sostenibile una sorta di identificazione tra valori mobiliari e titoli di massa, accomunati dalla strumentalità all'investimento nell'ambito del «fenomeno della raccolta e della mobilitazione della ricchezza» (1), quell'endiadi può ora ritenersi messa in crisi dalla richiamata legge n. 77 (2); sicché deve valutarsi l'eventualità di includere tra i valori mobiliari anche figure che, in precedenza, non sarebbero state prese in considerazione.

La locuzione «valore mobiliare» non è nuova nella nostra legislazione che ricalcando la nozione francese di *valeurs mobiliers* ne aveva ripreso il significato nel disposto degli artt. 2 e 45 l.b. e dell'art. 7 del D.P.R. n. 138 del 1975 (3). La legge n. 77 del 1983 — dopo aver assoggettato alla propria disciplina, nell'art. 11, «le emissioni di valori mobiliari di qualsiasi natura da collocare anche indirettamente mediante offerte al pubblico» in vista del controllo dei «flussi finanziari» — detta all'art. 12 una definizione di valore mobiliare con formula talmente lata da «tradire una forse disordinata preoccupazione a non lasciar lacune» (4).

Non è certo questa la sede per affrontare l'interpretazione di tale normativa essendo sufficiente ricordare, con la prevalente dottrina, che il legislatore, in ossequio ad un'esigenza di tutela del risparmiatore, ha optato per l'irrilevanza del requisito cartolare (5), estendendo la nozione di valore mobiliare ad ogni «documento o certificato rappresentativo di un credito o di un interesse negoziale e non». Appare evidente che la genericità di tale locuzione consente di riferirne i contenuti anche alla fattispecie oggetto della nostra indagine.

(1) Così CASTELLANO, *I titoli di massa*, cit., p. 24.

(2) Cfr. CASTELLANO, *I titoli di massa*, cit., p. 22. Sul punto la prevalente dottrina ha sottolineato l'amplissima nozione di «valore mobiliare» ora fornita dalla legge n. 77, v., tra gli altri, LIBONATI, *Commento all'art. 12 della legge n. 77 del 1983*, in «Le nuove leggi civili», 1984, p. 508; MAFFEI ALBERTI, *Istituzioni e disciplina dei fondi comuni d'investimento*, in «Le nuove leggi civili», 1984, p. 380 e ss.; VISENTINI G., *I valori mobiliari*, in «Trattato di dir. privato», diretto da Rescigno, 16, Torino 1985, p. 665 e ss.; SPADA, *Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche di raccolta di risparmio*, in «B.B.T.C.», 1986, I, p. 13 e ss..

(3) Cfr. VISENTINI G., *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. 875; ROSSI G., *Proposta d'interpretazione della legge sui fondi comuni d'investimento*, in «Banche e Banchieri» 1983, p. 1064; CARBONETTI, *Il controllo della Banca d'Italia sulle emissioni di titoli atipici*, in «Quaderni di ricerca giuridica» della Consuolenza Legale della Banca d'Italia, n. 19, 1988, p. 10; ID., *Che cos'è un valore mobiliare?*, intervento al Convegno su «Il diritto del mercato finanziario alla fine degli anni '80», organizzato da Giur. Commerciale (Bologna, 1-3 dic. 1988).

(4) Così LIBONATI, *Commento all'art. 12 della legge n. 77 del 1983*, cit. p. 508.

(5) Cfr. FERRARINI, *Il finanziamento delle operazioni di leasing nella prospettiva della nuova legge sui fondi comuni d'investimento*, in «Riv. di dir. civ.» 1983, I, p. 557 e ss..

Conferma tale conclusione la considerazione che nella formulazione legislativa si è finito col postulare «una categoria sufficientemente elastica da consentire l'applicazione della norma, prescindendo dalla qualificazione ... della situazione giuridica rappresentata nel documento» (1). Ciò sta a significare che, ai fini della identificazione dei valori mobiliari, sembra rilevare unicamente la connotazione — non esplicitata nel testo dell'art. 12/18 *bis* della legge n. 77, ma desumibile dal suo contesto generale — del carattere *patrimoniale* che i diritti e gli interessi rappresentati devono avere, sì da attenersi ad una operazione *d'investimento* alla quale siano volte aspettative economiche dei risparmiatori (tra l'altro possibili destinatari di iniziative di sollecitazione espressamente previste nel disposto dell'art. 12/18 *ter*). Tale caratterizzazione è presente nelle polizze di credito commerciale atteso il legame che si individua tra la funzione economico-finanziaria cui esse adempiono e gli interessi patrimoniali configurabili nel rapporto obbligatorio attraverso cui la fattispecie si articola.

Il duplice riferimento che la legge n. 77 fa ai valori mobiliari, richiamati come si è detto agli artt. 11 e 12, induce a chiedersi se vi sia coincidenza piena o solo parziale tra le fattispecie considerate nella prima e nella seconda disposizione. Tale indagine riveste particolare interesse tenuto conto della diversa tipologia dei controlli pubblici che rispettivamente ricorrono nell'una e nell'altra ipotesi normativa. Nonostante la formulazione dell'art. 12/18 *bis* circoscriva la portata della definizione in esso contenuta all'«applicazione delle disposizioni di cui all'art. 18», sembra da condividere l'opinione che esclude il riferimento, nell'art. 11, ad una diversa nozione di valore mobiliare (2): la qualificazione di «qualsiasi natura», che quivi si rinviene, dà alla previsione normativa la stessa ampiezza dell'art. 18 *bis* al quale non può ascriversi, quindi, una valenza più generale.

Ciò posto, va esaminato, alla luce degli elementi che integrano le fattispecie disciplinate nelle richiamate disposizioni, se le nostre polizze siano inseribili in un contesto di «sollecitazione del pubblico risparmio» oppure, più semplicemente, in un ambito di «offerta al pubblico» di valori mobiliari, in quest'ultima ipotesi a soli fini di controllo dei flussi finanziari. Conseguenziale a tale profilo d'indagine si configura l'identificazione dell'autorità pubblica cui spettano poteri di vigilanza in materia.

(1) Così LIBONATI, *Commento all'art. 12 della legge n. 77 del 1983*, cit., p. 510.

(2) Cfr. LIBONATI, *Commento all'art. 11 della legge n. 77 del 1983*, in «Le nuove leggi civili», 1984, p. 498, nota n. 16; in senso contrario FERRARINI, *Il finanziamento delle operazioni di leasing* cit., p. 570.

10. *Segue: loro esclusione dalle forme di sollecitazione del pubblico risparmio.*

E' noto che la legge n. 77 del 1983 nel ridisegnare la mappa dei poteri della Consob sul mercato mobiliare, ha legato l'intervento di questa alla configurabilità di forme di sollecitazione del pubblico risparmio (1). La dottrina nell'interpretare gli artt. 18, 18 *bis*, 18 *ter* della legge n. 216 del 1974, nel testo modificato dalla legge n. 77, si orienta, in un primo tempo, sull'analisi del concetto di sollecitazione, sottolineando le modalità in presenza delle quali l'appello al risparmio assume detta qualificazione (2).

Successivamente particolare attenzione viene dedicata all'esame del rapporto che intercorre tra la fattispecie di «offerta al pubblico» di cui alla tradizione civilistica e quella di «sollecitazione del pubblico risparmio». Si identifica così la logica che presiede all'imposizione di obblighi di informazione in capo all'offerente, secondo le disposizioni di cui alle leggi nn. 216 e 77, ravvisando in essa il fondamento di una presunta tipicità delle ipotesi normative previste dall'art. 18 *ter* (3).

Alla luce di tale premessa, è evidente come il problema dell'inquadrabilità delle polizze nell'ambito di una sollecitazione al pubblico risparmio si risolva nella riferibilità alle stesse vuoi della relativa nozione normativa, vuoi dei meccanismi che ne contraddistinguono la presenza.

Non sembra sussistono difficoltà a ritenere il nostro strumento possibile oggetto di un comportamento di richiamo. Infatti, come si è visto nel precedente paragrafo, siamo in presenza di un valore mobiliare in grado di realizzare quella raccolta di risparmio che il legislatore ha inteso sottrarre ad una indiscriminata sollecitazione; nè a ciò osta, come già detto, la non qualificabilità della polizza come titolo di credito.

Per converso, il riferimento, che si rinviene nella dichiarazione di debito e in quella di cessione, a pregressi «accordi verbali» legittima l'ipotesi di una negoziazione preventiva tra le parti (nel corso della quale siano stati puntualizzati i diversi aspetti del rapporto tra finanziatore e debitore) e potrebbe ingenerare, sotto qualche profilo, perplessità in ordine alla configurabilità di una sollecitazione del pubblico.

In proposito assume rilievo il fondamento giuridico della disciplina *de qua*. Esso viene rettamente individuato nel bisogno di protezione del risparmiatore.

(1) Cfr. in argomento ROSSI G., *Il mercato mobiliare e l'organo di controllo*, in «Riv. Soc.», 1981, p. 509; CERA, *La Consob*, Milano 1984.

(2) Cfr. BUSSOLETTI, *Prime note a commento degli artt. 11 e 12 della legge 23 marzo 1983, n. 77*, in «Riv. Soc.», 1983, p. 463 e ss.; FENGHI, *Emissione di valori mobiliari e diritto all'informazione*, in «Riv. Soc.», 1983, p. 489 e ss..

(3) Così PREITE, *In tema di sollecitazione al pubblico risparmio*, in «Giur. Comm.», 1984, II, p. 220.

Già anteriormente alla legge n. 77 in dottrina (v. MARCHETTI, *Le offerte pubbliche di sottoscrizione e la legge 216*, in «Riv. Soc.» 1981, p. 1147 e ss.) era stata avvertita la preoccupazione «della potenziale carica ingannevole insita in offerte» al pubblico; l'intervento legislativo viene, quindi, accolto come chiarificatore nel senso della non coincidenza tra «sollecitazione al pubblico risparmio e offerta al pubblico» (ROPO, *Offerta al pubblico di valori mobiliari e tecniche civilistiche di protezione dei risparmiatori-investitori*, in «Giur. it.», 1983, IV, cc. 204-206; ROSSI G., *Offerta al pubblico di titoli, controlli e strutture del mercato*, in «Riv. Soc.», 1985, p. 5).

tore destinatario della sollecitazione (1) e suggerisce di fissare il presupposto della disciplina medesima in termini coerenti con tale *ratio*. Potrebbe argomentarsene che sia possibile riferire la sollecitazione ai casi nei quali l'offerta «sia frutto di specifica contrattazione su un piede di parità» (2), contrattazione ravvisabile nel nostro caso avuto riguardo alla pattuizione che precede l'emissione della polizza.

A ben considerare, tuttavia, siffatta tesi finirebbe col circoscrivere la valenza del comportamento di richiamo unicamente alle ipotesi di emissione in massa di valori mobiliari, laddove dal testo della legge non è dato desumere argomento in tal senso. Per vero, se è fuor di dubbio che la sollecitazione appare ricorrente in «ogni pubblico annuncio di emissione», ciò non sta a significare che la medesima non possa trovare applicazione anche in altri casi. La disposizione, che puntualizza le modalità attraverso cui la sollecitazione si articola, espressamente include nella previsione normativa «ogni acquisto o vendita ... ogni pubblica offerta di scambio di valori mobiliari», così dimostrando che il legislatore ha ritenuto imprescindibile presupposto per la sua configurabilità solo l'offerta di scambio di valori mobiliari destinati ai risparmiatori cui è rivolto l'invito.

Altre perplessità in ordine alla possibilità di considerare le polizze come oggetto di sollecitazione sorgono a causa della precisazione contenuta nella dichiarazione di debito della cedibilità del credito «soltanto a imprenditori». L'ambito circoscritto dei soggetti coinvolgibili nell'offerta potrebbe far dubitare ancora una volta del suo carattere pubblico: il dubbio appare tuttavia superabile quando si precisi il senso di «pubblico» nella nostra materia e, quindi, la direzione in cui muove l'appello ipotizzato dalla legge. Dottrina e giurisprudenza concordi hanno sottolineato l'ininfluenza del numero degli oblati, scartando l'adozione di criteri rigidamente quantitativi per l'individuazione del contesto soggettivo destinatario dell'offerta (3). Per converso, è stata reputata necessaria alla configurabilità della sollecitazione la non determinabilità degli oblati, stimandosi indispensabile unicamente che la «raccolta» venga effettuata tra soggetti non individuati o non individuabili aprioristicamente. Da qui la conclusione che nulla si oppone a ritenere che il comportamento di richiamo di cui all'art. 18 *ter* possa rivolgersi a una categoria sociale e così alla categoria degli «imprenditori» tra i quali le polizze possono circolare.

E' invece sulla base di altre considerazioni che sembra consentito escludere che il meccanismo della nostra operazione integri una forma di sollecitazione del pubblico risparmio.

Va ricordato che l'ammontare del valore minimo sottoscrivibile con le polizze è assai elevato (1 miliardo) ed incide sulla qualità dei soggetti che possono acquistarle, escludendo che all'operazione possano accedere soggetti indeterminati e, quindi, che essa possa presentarsi come conclusa a seguito di una sollecitazione; colui che interviene nell'operazione si configura, cioè, come specifica-

(1) Cfr. in tal senso Rossi, *Offerta al pubblico di titoli, controlli e strutture del mercato*, cit. loc. cit.

(2) Cfr. MARCHETTI, *Le offerte pubbliche di sottoscrizione e la legge 216*, cit., loc. cit.

(3) Cfr. per tutti PEITE, *In tema di sollecitazione al pubblico risparmio*, cit. p. 242; in giurisprudenza v. Pretura ROMA, 8 maggio 1984, in «Giur. Comm.», 1984, II, p. 217 e ss..

mente capace di quel tipo di investimento, fermo restando che egli si è liberamente determinato in tal senso.

In altri termini, le caratteristiche strutturali dell'operazione qualificano così fortemente il possibile mercato degli acquirenti che viene a realizzarsi una sorta di naturale individuazione dei cessionari delle polizze in quei soggetti che, in possesso della qualifica di imprenditori, siano disposti ad un impiego dell'importo e alle condizioni in esse indicati; il che implica anche la possibilità di conoscere *a priori* gli oblati. Ma v'è di più. In tale situazione si addivene quasi ad un capovolgimento dell'*iter* che caratterizza il procedimento di sollecitazione del pubblico risparmio; e ciò nel senso che, nel nostro caso, è addirittura l'imprenditore a ricercare sul mercato uno strumento finanziario siffatto, idoneo cioè a soddisfare le sue personali esigenze d'investimento.

Si ha ben presente che tale conclusione postula il superamento di costruzioni che ritengono la «sollecitazione del pubblico risparmio» necessariamente riferita ai «valori mobiliari» come elementi costitutivi della medesima fattispecie. Va, peraltro, ricordato che se è apparso in dottrina sufficientemente chiaro l'intento legislativo di individuare nella sollecitazione un criterio idoneo a ricondurre l'intera raccolta del risparmio consapevole sotto la vigilanza della Consob, non altrettanto pacifico è sembrato il raccordo normativo alla categoria di «valore mobiliare». Ne consegue che alla identificazione di un'area operativa che si contrappone alla riserva di attività bancaria (nella quale rileva il c.d. risparmio inconsapevole), fanno riscontro «operazioni su valori mobiliari che non costituiscono sollecitazioni del pubblico risparmio» (1), atteso che tali elementi (vale a dire: valori mobiliari e sollecitazioni) sembrano «capaci di vita indipendente e autonoma e che però, quando essi si presentino assieme, allora e solo allora, realizzino i presupposti per l'applicazione della disciplina» (2).

(1) Così D'ALESSANDRO, *L'attività di sollecitazione al pubblico risparmio*, in AA.VV., *Sistema finanziario e controlli: dall'impresa al mercato*, Milano 1986, p. 97.

(2) Così D'ALESSANDRO, *L'attività di sollecitazione al pubblico risparmio*, cit. p. 96.

11. *Segue*: loro riconducibilità all'ipotesi normativa dell'art. 11 della legge n. 77 del 1983.

Esclusa l'inquadrabilità dell'operazione in esame dall'ambito della sollecitazione del pubblico risparmio, essa viene sottratta ai peculiari strumenti di tutela che, com'è noto, qualificano la relativa disciplina; in particolare non ricorrono, nella specie, gli obblighi di comunicazione ovvero di pubblicazione del «prospetto» informativo, nè possono ritenersi applicabili gli interventi della Consob previsti dall'art. 12 della legge n. 77 (1). Ciò non significa, peraltro, che l'emissione di polizze debba svolgersi al di fuori di qualsivoglia forma di controllo, attesa l'ampia portata del disposto dell'art. 11 della legge n. 77 alla quale sembra riconducibile il nostro strumento.

Si è già detto nel precedente paragrafo che la definizione di «valore mobiliare» offerta dall'art. 12/18 *bis* della legge n. 77 presenta contenuti analoghi a quella del precedente art. 11. Sembra ora opportuno aggiungere che non convince quella opinione che ravvisa nelle «distinte e parallele» forme di controllo, disciplinate nelle richiamate disposizioni, il presupposto per una differente accezione dell'espressione «valore mobiliare» che in esse si rinviene (2). Per vero il sistema di controlli, che in tali norme è previsto, riflette essenzialmente la diversa sfera di competenze delle autorità cui i medesimi fanno capo; esso non incide, invece, sull'identità dell'oggetto al quale sono rivolte dette attività di controllo. Ne consegue che la qualificazione del valore mobiliare avviene sulla base di requisiti ad esso intrinseci e prescinde dalle forme di vigilanza pubblica teleologicamente orientate a tutt'altra finalità (stabilità monetaria e, rispettivamente, tutela dei risparmiatori).

Ciò posto, è ragionevole chiedersi se, dovendo le emissioni di valori mobiliari di cui all'art. 11 essere collocate «anche indirettamente mediante offerta al pubblico», in assenza di un'esplicita determinazione del legislatore al riguardo, l'offerta vada indirizzata ad una pluralità indeterminata di soggetti, come precisa il d.m. del Tesoro 8 settembre 1983 che detta disposizioni in materia. E' evidente che, nell'affermativa, le nostre polizze difficilmente potrebbero essere ricondotte nell'ambito applicativo del richiamato art. 11, atteso che le medesime vengono collocate, per solito, attraverso una contrattazione tra emittente e finanziatore.

Rileva, peraltro, in argomento quanto osservato da un'autorevole dottrina, secondo cui «la fattispecie presa in considerazione dall'art. 11 presenta ... confini elastici» (3), talchè l'ipotesi normativa ricorre anche quando «l'emissione non sia accompagnata da una ufficiale decisione di essere offerta al pubblico e tutti i valori mobiliari emessi siano sottoscritti da un intermediario» (4).

Tale conclusione sembra valida anche per il nostro caso. A fondamento di essa è la considerazione che il controllo dei flussi assegnato alla competenza

(1) Per l'individuazione della portata di tali interventi, cfr. LIBONATI, *Commento all'art. 12 della legge 23 marzo 1983, n. 77*, cit. p. 522.

(2) Cfr. CARBONETTI, *Il controllo della Banca d'Italia sulle emissioni di titoli atipici*, cit. p. 11.

(3) Cfr. LIBONATI, *Commento all'art. 11 della legge 23 marzo 1983, n. 77*, cit. p. 500.

(4) Cfr. LIBONATI, *op. ult. cit.*, loc. cit.

della Banca d'Italia è legato all'esigenza di consentire alla stessa la determinazione complessiva dei dati quantitativi di moneta presenti nel sistema, si dà assicurarne la perdurante stabilità (1). In vista di tale obiettivo quel che conta è la mobilitazione del risparmio del pubblico attraverso la raccolta, laddove perde rilevanza il meccanismo dell'emissione, dovendo ritenersi ininfluente il momento in cui si realizza.

Orbene, la struttura dell'operazione in esame, come si è visto, proietta dinamicamente le polizze verso la circolazione: è presente, quindi, la condizione obiettiva per il loro assoggettamento al disposto dell'art. 11. In tale contesto perde significato la circostanza che il destinatario della dichiarazione di debito sottoscriva l'intero prestito, dovendo la sua funzione — in via generale — ritenersi limitata ad anticipare il finanziamento che, in prospettiva, è destinato ad articolarsi su un ambito indiscriminato di soggetti. Sotto altro profilo, va osservato che non sembra ricorrere nella fattispecie la ragione giustificatrice delle esclusioni elencate nel 3° comma e 5° comma dell'art. 11 ed ancora nel 1° e 2° comma dell'art. 14 le quali, come ha sottolineato la prevalente dottrina, possono riportarsi all'intento legislativo di evitare una duplicazione di controllo (2); ciò considerato che le nostre operazioni non danno luogo a flussi finanziari già soggetti a strumenti di regolamentazione delle autorità creditizie.

In linea con la menzionata *ratio* dei controlli disciplinati nell'art. 11, l'obbligo ivi previsto della comunicazione alla Banca d'Italia (che, nel nostro caso, farà carico all'emittente) (3) in ordine alla «quantità» e alle «caratteristiche» dei valori mobiliari si configura preordinato all'esercizio di un potere che la legge individua nella facoltà di «stabilire l'ammontare massimo dell'emissione», cui è strumentale l'eventuale richiesta di «notizie e dati integrativi». Si è in presenza di un intervento che sembra riconducibile alla figura dell'*ordine* nella forma del divieto; diversamente dovrebbe riconoscersi alla comunicazione il valore di un'istanza e all'eventuale silenzio della Banca d'Italia quello di un'autorizzazione.

Viene, in tal modo, riportato al sindacato dell'autorità che ha competenze specifiche nelle decisioni sui livelli ottimali di liquidità del sistema la valutazione sulla congruità dell'emissione; ciò al fine di escludere la possibilità che questa rechi turbativa al mercato. Da qui anche la identificazione dell'ambito del controllo che si esercita sugli aspetti quantitativi e qualitativi dell'operazione, vale a dire sul valore in termini monetari dell'emissione e delle condizioni finanziarie che la contraddistinguono. Ne deriva che la Banca d'Italia dovrà evitare che la richiesta di notizie suppletive, ad essa consentita dal disposto del quarto comma dell'art. 11, sia finalizzata ad un controllo di legittimità ovvero ad un controllo di merito sulla solvibilità dell'emittente o sulla convenienza dell'operazione.

(1) Sui diversi aspetti dell'attività attraverso cui si realizza la funzione monetaria cfr. FAZIO, *Base monetaria, credito e depositi bancari*, «Quaderno di ricerca» n. 2 dell'Ente L. Einaudi, Roma, 1968.

(2) Cfr. da ultimo CARBONETTI, *Il controllo della Banca d'Italia sulle emissioni di titoli atipici*, cit., p. 13.

(3) In sede di regolamentazione del fenomeno, a fini di vigilanza, sembrerebbe opportuno che anche la banca fideiubente fosse coinvolta nell'obbligo di comunicazione, atteso il ruolo primario che la medesima svolge nell'operazione in esame.

Implicita, quindi, la conclusione che la Banca d'Italia possa vietare operazioni eccedenti un certo ammontare, da essa ritenuto invalicabile. In ipotesi del genere, tuttavia, si eserciterà piú che il potere di vietare del tutto l'emissione, quello di richiederne la riduzione entro i limiti indicati; tale delimitazione dell'intervento si giustifica sulla base della considerazione che, al di sotto di una data quantità, l'emissione non può incidere sostanzialmente sui flussi finanziari complessivi.

12. Le polizze di credito commerciale nella gestione di tesoreria delle banche.

Connessa alla problematica affrontata nel precedente paragrafo si configura l'analisi del possibile impiego delle polizze di credito commerciale nella gestione dei flussi di incasso e pagamento delle banche, oltrechè delle giacenze di liquidità di cui le medesime dispongono.

Al riguardo viene in considerazione l'ampio comparto delle c.d. attività di tesoreria degli enti creditizi che vede questi ultimi protesi alla negoziazione di mezzi finanziari attraverso operazioni a pronti e a breve termine, poste in essere in connessione alla consistenza delle giacenze di cassa. Di conseguenza si determinano, per l'attività svolta in contropartita con la banca centrale, effetti integrativi sul processo di creazione e di assorbimento della base monetaria, effetti che certamente interagiscono a livello di flussi (1). Da qui l'opportunità di orientare anche in tale direzione la presente indagine, vuoi per valutare, sotto un profilo tecnico, quale ruolo nell'anzidetto contesto può essere riservato al nostro strumento, vuoi per identificare gli eventuali spazi di manovra in materia consentiti all'autorità di controllo (e, quindi, l'ambito dell'intervento che essa è facoltizzata a promuovere).

Nel quadro di una innovazione finanziaria che vede le banche protese ad una conversione della loro attività — che passa, quindi, da forme tradizionali di intermediazione creditizia caratterizzate da un'accentuata prevedibilità dei flussi di incassi e pagamenti ad un'operatività sostanziantesi nella fornitura di servizi alla clientela (tra i quali spiccano quelli di cassa, di acquisto e vendita di titoli, etc.) — la gestione della tesoreria assume una rilevanza maggiore rispetto al passato, specie per quel che riguarda la modifica dei rapporti con la Banca d'Italia.

Gli enti creditizi, infatti, sono sempre più interessati a minimizzare la quota dell'attivo aziendale da tenere in forma immediatamente liquida, attesi i costi che devono essere sopportati per la conservazione di disponibilità di danaro inutilizzato; da qui la ricerca di meccanismi che consentano l'impiego di tali disponibilità in strumenti di mercato (*over night*, pronti contro termine, etc.) che offrono al tesoriere bancario opzioni diverse (2).

In una logica di gestione elastica della liquidità appare evidente come le nostre polizze, per le loro caratteristiche strutturali, possono risultare particolarmente appetibili dalle banche. I tassi di rendimento dell'operazione, la durata dell'impiego (realizzabile anche per brevissimo termine), l'odierna opacità del relativo regime fiscale (che si presenta meno rigido di quello vigente per similari strumenti di mercato monetario quali, ad esempio, le accettazioni bancarie) e, in taluni casi, lo stesso ammontare dell'importo minimo delle lettere di debito individuano agevoli elementi di conforto alla tesi che qui si sostiene.

(1) Ampiamente al riguardo cfr. i saggi di SACERDOTI, COTULA e MASERA, in *La politica monetaria in Italia*, a cura di COTULA-DE STEFANI, Bologna 1979, p. 381 e ss..

(2) Cfr. Lo studio su *La mobilitazione della riserva obbligatoria: motivazioni e implicazioni*, cit., Cap. II.

Nei confronti di tale attività non sono ipotizzabili forme di intervento diretto da parte delle autorità creditizie, atteso il generale principio vigente in materia bancaria che esclude la possibilità di intromissioni dell'Organo di vigilanza nelle scelte gestionali degli appartenenti all'ordinamento bancario (1). Ciò non esclude l'attivazione di controlli indiretti: tra questi l'indicata riconducibilità delle polizze nell'ambito del disposto dell'art. 11 della legge n. 77 evidenzia una chiara esemplificazione. Analogamente, sembra configurabile l'adozione, a livello di normazione secondaria, di provvedimenti destinati ad evitare tentativi di elusione della riserva obbligatoria quali si avrebbero in presenza di emissioni da parte di società del parabancario; del resto, orientate in tal senso già risultano le disposizioni relative alle operazioni «pronti contro termine» suscettibili di utilizzazioni volte ad evitare l'onere della riserva (2).

Sotto altro profilo, viene in considerazione la possibilità per le istituzioni creditizie di intervenire nelle nostre operazioni a seguito di finanziamenti ottenuti con anticipazioni a scadenza fissa, ad esse erogabili dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 29 del T.U. n. 204 del 1910 sugli istituti di emissione (3). Il carattere eccezionale di tali anticipazioni, valutate con riferimento alla situazione di liquidità del mercato, consente di collegarne la *ratio* alla regolazione della base monetaria (4); esse si prestano, tuttavia, oltre che a realizzare integrazioni del fabbisogno di tesoreria delle aziende di credito, a dar vita a forme variegate di negoziazione, tra le quali spazi notevoli possono essere assunti dalle polizze.

E' noto che l'autorità monetaria, per evitare distorsioni applicative nel ricorso a dette anticipazioni, ha stabilito maggiorazioni della misura del tasso di interesse praticato dalla banca centrale commisurate alla frequenza dell'utilizzo, da parte delle singole banche, di tali facilitazioni (5). Nell'intento di drenare ulteriormente l'impiego dei mezzi finanziari per tal via conseguibili, la normativa in materia potrebbe prevedere l'introduzione di meccanismi di valutazione degli effettivi bisogni di Tesoreria degli enti creditizi, si da evitare che le richieste avanzate alla Banca d'Italia siano mosse esclusivamente dalla convenienza dei tassi praticati; nell'affermativa, ovvie si configurano le implicazioni sulla spendita delle polizze.

(1) Cfr. CAPRIGLIONE, *L'impresa bancaria tra controllo e autonomia*, Milano 1983, p. 59, in particolare nota n. 27.

(2) Cfr. Delibera 23 dicembre 1982 del CICR nella quale si precisa che le operazioni «pronti contro termine» passive sono da inserire nell'aggregato soggetto a riserva.

(3) La disciplina di tali operazioni è contenuta nella Circolare 19 aprile 1983, n. 2629, della Banca d'Italia; nel quadro di una riconsiderazione delle forme tecniche del rifinanziamento concesso agli enti creditizi, l'Istituto di emissione, ha innovato rispetto alla precedente regolamentazione della materia accrescendo la flessibilità dello strumento e la propria discrezionalità nel relativo utilizzo (in tal senso appare significativo lo svincolo della durata delle anticipazioni dai termini in precedenza fissati con la Circolare 7 maggio 1976, n. 2326).

(4) Cfr. al riguardo CELENTANO, *L'anticipazione a scadenza fissa: funzione, finalità e aspetti tecnici dell'operazione*, in Suppl. al n. 2 di *Economia italiana*, 1984, p. 131 e ss..

(5) Cfr. CELENTANO, *L'anticipazione a scadenza fissa...* cit., p. 134, ove si precisa che tale pratica «trova la sua giustificazione nell'esigenza di precostituire condizioni di costo dell'operazione che consentano un'automatica selezione all'origine delle richieste di finanziamento».

13. Conclusioni.

Le considerazioni che precedono mettono in evidenza i limiti che accompagnano l'introduzione nel mercato delle c.d. polizze di credito commerciale. Alla carenza di «astrattezza» dell'obbligazione, che esporrebbe alle eccezioni del debitore anche l'acquirente del credito mobilizzato con l'operazione, si supplisce mediante l'apposizione nelle lettere di debito di clausole limitative dell'opponibilità delle eccezioni medesime; si è visto quale problematica ne nasca e quali dubbi permangono in proposito.

La sostituzione delle polizze allo strumento cambiario non assicura una pari salvaguardia degli investitori. Questi non sembrano sufficientemente tutelati neanche con riguardo agli aspetti pubblicistici della problematica. La mancata possibilità di ricondurre le operazioni in parola alle forme di sollecitazione del pubblico risparmio le sottrae, infatti, ai controlli della Consob, laddove il loro inquadramento nell'ipotesi normativa dell'art. 11 della legge n. 77 non consente la realizzazione delle stesse finalità, essendo unicamente preordinato alla regolamentazione dei flussi finanziari.

Sotto il profilo fiscale sorgono, poi, numerose e delicate questioni il cui esame non può farsi in questa sede. Tra queste di fondamentale importanza quella concernente l'applicabilità o meno della ritenuta alla fonte sui proventi derivanti dalle polizze e, quindi, nell'affermativa, l'identificazione dell'aliquota, ordinaria ovvero maggiorata; accertamento che non potrà essere disgiunto dalla valutazione delle modalità con cui è regolato il rapporto di finanziamento ad esse sottostante.

Una recente risoluzione del Ministero delle Finanze — nella quale si prende posizione nel senso dell'assoggettamento a registrazione in termine fisso delle lettere di fideiussione bancaria (cioè entro 20 giorni dalla loro formazione, e non nel solo caso d'uso, con un'imposta proporzionale dello 0,50% (1) — sembra destinata a rallentare l'utilizzo delle polizze, anche se non si è ancora provveduto ad accomunarle, a fini fiscali, a strumenti simili (vedansi, ad esempio, le accettazioni bancarie) aventi analoga funzione. Continua la gara, da tempo in corso, tra chi con fantasia giuridica escogita nuovi prodotti finanziari e Fisco!

In un ordine di considerazioni più generali ulteriori perplessità potrebbero sorgere sul piano della utilizzazione nella nostra operazione di fattispecie negoziali in funzione diversa da quella loro propria; discorso che è stato già proposto in dottrina con riguardo allo strumento dell'associazione in partecipazione (2). Non sembra, tuttavia, che sussistano ostacoli alla esplicazione dell'autonomia negoziale nei termini sopra descritti.

(1) Se ne veda la notizia su il sole 24/ORE del 17 settembre 1988, riportato sotto il titolo «Fideiussioni fermo posta».

(2) Cfr. VISENTINI, *Problemi legislativi. Disciplina degli intermediari finanziari*, in AA. VV., *Operazioni anomale di finanziamento con emissione di titoli*, cit. p. 75.

QUADERNI PUBBLICATI

- 1 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Evoluzione tecnica e disciplina giuridica dell'intermediazione finanziaria*, ottobre 1985.
- 2 — FRANCESCO CARBONETTI, *Moneta*, dicembre 1985.
- 3 — PIETRO DE VECCHIS, *L'istituto di emissione*, febbraio 1986 (esaurito).
- 4 — GIUSEPPE CARRIERO, *Governo del credito e Regioni a statuto speciale: il quadro istituzionale*, aprile 1986.
- 5 — GIORGIO OPPO, *Una svolta dei titoli di massa (il progetto Monte Titoli)*, aprile 1986.
- 6 — LUIGI DESIDERIO, *Le norme di recepimento della Direttiva comunitaria n. 780/77 in materia creditizia*, maggio 1986.
- 7 — GIORGIO SANGIORGIO - FRANCESCO CAPRIGLIONE, *La legge bancaria: evoluzione normativa e orientamenti esegetici*, giugno 1986.
- 8 — VINCENZO MEZZACAPO, *L'attività bancaria nell'ambito dei movimenti di capitali nella C.E.E.*, giugno 1986 (esaurito).
- 9 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari*, luglio 1986.
- 10 — FRANCESCO CARBONETTI, *I cinquant'anni della legge bancaria*, settembre 1986.
- 11 — *La legge bancaria*, ottobre 1986.
- 12 — CARMINE LAMANDA, *L'evoluzione della disciplina del controllo sul sistema creditizio dalla legge bancaria ad oggi*, dicembre 1986.
- 13 — GIOVANNI IMPERATRICE, *L'accertamento dell'illecito amministrativo nel diritto valutario e nel diritto tributario*, marzo 1987.
- 14 — GIORGIO SANGIORGIO, *Profilo istituzionale della disciplina pubblicistica del credito*, maggio 1987.
- 15 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, (a cura di) *La disciplina comunitaria del credito al consumo*, luglio 1987.
- 16 — CARLO TAGLIENTI, *Il credito documentario: nozione, fondamento, problematica*, settembre 1987.
- 17 — PIETRO DE VECCHIS, *Aspetti legali delle crisi bancarie in Italia*, gennaio 1988.
- 18 — VINCENZO MEZZACAPO, *Il mercato secondario organizzato dei titoli emessi o garantiti dallo Stato*, agosto 1988.
- 19 — FRANCESCO CARBONETTI, *Il controllo della Banca d'Italia sulle emissioni di titoli atipici*, ottobre 1988.
- 20 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Le polizze di credito commerciale*, dicembre 1988.

