



Università degli Studi di Ferrara

**DOTTORATO DI RICERCA IN
COMPARAZIONE GIURIDICA E STORICO-GIURIDICA**

COORDINATORE PROF. ARRIGO MANFREDINI

**IL PEGNO FRA CODICE CIVILE E LEGISLAZIONE SPECIALE:
L'IMPATTO DELLA NUOVA DISCIPLINA DEI CONTRATTI DI
GARANZIA FINANZIARIA**

DOTTORANDO
DOTT. FELICE BONFANTI

TUTORE
PROF. GIOVANNI DE CRISTOFARO

XX° CICLO

ANNI 2005 - 2007

**IL PEGNO FRA CODICE CIVILE E LEGISLAZIONE SPECIALE:
L'IMPATTO DELLA NUOVA DISCIPLINA DEI CONTRATTI DI
GARANZIA FINANZIARIA**

INDICE SOMMARIO

Capitolo Primo

CONSIDERAZIONI GENERALI E INDIVIDUAZIONE DELL'OGGETTO DELL'INDAGINE

1. Evoluzione delle realtà economica e «anomalie» del pegno	5
2. Ambito e percorso dell'indagine	12

Capitolo Secondo

IL PEGNO ALLA LUCE DELLA EVOLUZIONE DEI RAPPORTI CREDITIZI: IN PARTICOLARE IL PEGNO NEI MERCATI FINANZIARI

1. Il pegno irregolare e i criteri per distinguerlo dalla forma regolare	15
1.1. (Segue). Il pegno irregolare di strumenti finanziari “dematerializzati”: l’opinione risolutiva della CONSOB	26
2. La prassi applicativa del pegno: pegno su titoli di credito e strumenti finanziari	27
2.1. (Segue). Il pegno su strumenti finanziari privi del supporto “materiale”: in particolare, la costituzione del vincolo pignoratizio su titoli “dematerializzati” e “decartolarizzati”	36
3. Il pegno rotativo: i requisiti di ammissibilità e i profili problematici della fattispecie	51
3.1. (Segue). Il valore di riferimento ai fini della sostituzione, la possibilità di sostituire tra loro beni appartenenti ad un diverso <i>genus</i> e le clausole di integrazione della garanzia	60

Capitolo Terzo

IL PEGNO E IL D. LGS. 21 MAGGIO 2004, N. 170, SUI «CONTRATTI DI GARANZIA FINANZIARIA»

1. Le finalità della direttiva 2002/47/CE e del d. lgs. n. 170/04	67
2. L'ambito di applicazione del Decreto: profili soggettivi	74
3. Le «attività finanziarie» come il possibile oggetto dei contratti rientranti nell'ambito di applicazione del Decreto: <i>a)</i> gli «strumenti finanziari» [art. 1 lett. <i>t</i>), Decreto]	81
3.1. (Segue). <i>b)</i> Il «contante» [art. 1, lett. <i>h</i>), Decreto]	84
4. La nozione di «contratto di garanzia finanziaria» [art. 1, lett. <i>d</i>), Decreto]: una nozione “trans-tipica” comprensiva anche (ma non solo) dei contratti costitutivi di un diritto di pegno su «attività finanziarie»	90
5. Forma e presupposti di efficacia dei negozi costitutivi della «garanzia finanziaria» (artt. 2 e 3 Decreto): la apparente semplificazione della procedura costitutiva	96
6. La disciplina “speciale” della escussione del pegno (art. 4 Decreto)	100
7. Il riconoscimento della ammissibilità delle clausole attributive del «potere di disposizione» delle «attività finanziarie» oggetto del pegno: il regime normativo delineato dall'art. 5 del Decreto	104
7.1. (Segue). L'obbligo di ricostituzione della «garanzia equivalente» e la relativa nozione [art. 1, lett. <i>l</i>), Decreto]: pegno rotativo ovvero pegno irregolare?	107
8. La clausola di compensazione per <i>close-out</i> : la compensazione come ulteriore tecnica di riduzione del rischio di credito (artt. 5 e 7 Decreto)	111
9. La «clausola di sostituzione» del bene costituito in garanzia [art. 1, lett. <i>g</i>), Decreto]: ulteriore conferma normativa della ammissibilità del patto di rotatività	114
10. La «clausola di integrazione» del bene costituito in garanzia [art. 1, lett. <i>e</i>), Decreto]: una nuova «anomalia» della garanzia pignorizia	119
11. La cessione del credito e il trasferimento della proprietà in funzione di garanzia (art. 6 Decreto)	123
12. Il criterio di ragionevolezza commerciale nel realizzo e nella valutazione delle «attività finanziarie» (art. 8 Decreto)	128

Capitolo Quarto

CONCLUSIONI

Considerazioni conclusive sulla evoluzione dell'istituto del pegno alla luce delle innovazioni introdotte dal d. lgs. n. 170/04	132
<i>Bibliografia</i>	141

Capitolo Primo

CONSIDERAZIONI GENERALI E INDIVIDUAZIONE DELL'OGGETTO DELL'INDAGINE

SOMMARIO: *1. Evoluzione delle realtà economica e «anomalie» del pegno. – 2. Ambito e percorso dell'analisi.*

1. *Evoluzione della realtà economica e «anomalie» del pegno*

Oggi, più che in altro contesto storico-economico, uno studio dedicato al pegno e alla funzione che lo stesso intende svolgere si presenta tanto necessario quanto tutt'altro che agevole. La difficoltà di proporre una trattazione che abbia come oggetto principale un istituto i cui tratti formali e funzionali si danno da tempo come associati ed immutabili risiede appunto nel contestare tali caratteri. Eppure, l'asserita difficoltà potrebbe agilmente essere superata ove ci si liberasse da antiquate e, a tratti, errate impostazioni dogmatiche e, nel contempo, si rammentasse che il diritto (non solo di fonte costituzionale) deve essere inteso e quindi interpretato – in quanto frutto di una scienza applicata, in antinomia con le scienze pure – secondo una prospettiva programmatica, nel senso che il diritto (e tutti gli istituti e i principi che ne fanno parte) dovrà essere interpretato secondo le mutevoli necessità sociali, alle stesse adeguandosi.

Volendo sintetizzare, gli istituti e i principi dell'ordinamento giuridico devono essere considerati e applicati come strumenti per risolvere e rispondere alle esigenze (meritevoli di tutela) che la realtà socio-economica, nel suo continuo evolversi, presenta al sistema giuridico e, in primo luogo, all'operatore del diritto.

Ebbene, secondo tale punto di vista, anche le «anomalie» del pegno cesserebbero di suscitare ancora perplessità, dovendo essere invece valutate in ragione di ciò che in realtà rappresentano: fisiologici adattamenti della struttura normativa (seppur “codificata”) al sistema socio-economico in funzione del quale essa è stata originariamente prevista ed elaborata.

Si tratta quindi di chiedersi se l'istituto del pegno – da intendersi sia come diritto di garanzia che come negozio tipico – sia oramai effettivamente anacronistico, e quindi non più idoneo a rispondere alle esigenze delle moderne operazioni creditizie, ovvero ancora sufficientemente “elastico” per potersi adattare a siffatte istanze.

Atteso che la prassi dei rapporti commerciali e dei mercati finanziari dimostra la fondatezza di ques'ultiima ipotesi, il presente elaborato non sarà allora orientato a proporre nuovi schemi atipici, bensì piuttosto a presentarsi, in primo luogo, come uno studio diretto – una volta individuato e circoscritto l'ambito operativo del pegno, per quanto disciplinato in parte da normative speciali che si presentano eterogenee e disarmoniche – a tratteggiare le attuali “frontiere” applicative dell'istituto in esame e, quindi, a proporre le più adeguate soluzioni operative volte a chiarire i dubbi che la prassi dei rapporti creditizi ha sinora evidenziato.

L'accennata impostazione non ci esimerà peraltro dal formulare osservazioni e dal proporre tesi innovative, nonché dal prospettare interpretazioni che potrebbero apparire «anomale».

In un'economia aperta, nella quale lo sviluppo dell'impresa e dei consumi è strettamente dipendente dalle modalità di accesso ai finanziamenti esterni, la “questione” dell'effettività della tutela del credito è destinata a rappresentare uno dei nodi centrali nel generale ambito dei rapporti patrimoniali. Invero, ogni scelta del sistema giuridico in ordine alle problematiche attinenti le garanzie delle obbligazioni influenza, in misura determinante, l'affidabilità e quindi l'efficienza del mercato stesso.

L'arduo sforzo dell'operatore consiste, dunque, nel riuscire ad individuare, in un determinato momento storico, il giusto equilibrio tra due esigenze che, seppur in costante conflitto tra loro, fanno capo a valori portanti delle economie di mercato: da un lato, il potenziamento della tutela del credito, dall'altro l'interesse generale alla circolazione della ricchezza.

Tale metodologia di indagine postula imprescindibilmente la definizione del contesto giuridico-economico entro cui il contratto costitutivo del pegno si innesta. Nei moderni rapporti creditizi le garanzie pignoratorie rappresentano “solo” un tassello, seppur essenziale, delle

complesse operazioni di finanziamento alle quali sia le imprese, sia le banche stesse, devono oggi necessariamente ricorrere.

In quest'ottica, il contratto di pegno risulta allora insufficiente a cogliere la reale funzione che il vincolo pignoratizio assume in ogni singola fattispecie. Ecco perché unicamente avendo riguardo al concetto di "operazione economica" sarà possibile valutare complessivamente e in concreto l'assetto degli interessi sottesi ad ogni singola fattispecie, al fine di inquadrare la prospettiva dinamica in base alla quale i privati autoregolamentano i propri rapporti patrimoniali e le relative garanzie a tutela del credito¹.

L'operazione economica è dunque una nozione più ampia e di carattere più pratico rispetto al contratto (di garanzia); essa ben può considerarsi la sommatoria di una serie di elementi, pur suscettibili di mantenere autonoma considerazione, ma che – comunque – interagiscono tra loro. La mutevolezza delle componenti di ogni operazione economica e le modalità con cui esse si coniugano rendono l'intera concreta operazione estremamente dinamica.

Da ciò si evince che il tentativo di racchiudere l'intera struttura economica in un'unica figura giuridica astratta si risolverebbe in un tentativo sicuramente vano. Sfuggirebbero in tal modo particolari di notevole rilievo pratico, creando così una raffigurazione incompleta e distorta di ciò che si sta realmente osservando.

L'impostazione che dunque si è qui cercato di adottare è quella c.d. funzionale², che trova il proprio fondamento nel rapporto tra «operazione economica» e «contratto» di garanzia.

¹Sulla inidoneità del «contratto» ad esprimere l'assetto complessivo degli interessi che le parti intendono in concreto perseguire e sulla necessità di fare invece riferimento al concetto di «operazione economica» per coglierne l'effettivo significato e portata, si vedano RESCIGNO P., *Consenso, accordo, convenzione, patto (la terminologia legislativa nella materia dei contratti)*, in *R. d. comm.*, 1988, I, p. 4; GABRIELLI, *Il pegno «anomalo»*, Padova 1990, p. 131; ID, *Sulle garanzie rotative*, Napoli 1998, p. 12; ID, *Il contratto e le sue classificazioni*, in *R. d. civ.* p. 1997, I, p. 719; D'ANGELO, *Contratto e operazione economica*, Torino 1992, p. 9; SCOGNAMIGLIO, *Interpretazione del contratto e interessi dei contraenti*, Padova 1992, p. 21.

² Si vedano GABRIELLI, *Il pegno «anomalo»*, cit., p. 114; ID, *Sulle garanzie rotative*, cit., p. 13; ID, *Spossessamento e funzione di garanzia nella teoria delle garanzie reali*, in *Fallimento*, 2002, p. 933; CANDIAN, *Le garanzie mobiliari: modelli e problemi nella prospettiva europea*, Milano 2001, p. 16.

Tale impostazione attribuisce rilevanza al «risultato economico» che le parti intendono perseguire, piuttosto che alle forme giuridiche impiegate per realizzare la specifica operazione economica.

Tornando ora alla figura del pegno e applicando alla stessa le suesposte osservazioni di carattere generale, ciò che realmente interessa al creditore pignoratizio non è il bene oppignorato nella sua materialità, bensì – appunto – il valore economico che esso rappresenta nella prospettiva di un'eventuale esecuzione forzata.

Per tale ragione è oramai invalso l'uso di ricorrere alla locuzione “pegno sul valore” per identificare i casi in cui il bene oppignorato è considerato non tanto come bene materiale in sé, onde evitare una definitiva «cristallizzazione» della garanzia sullo stesso, quanto in base al suo valore economico, per attribuire al creditore garantito (“*collateral taker*” secondo la terminologia anglosassone) o al debitore-datore di garanzia (“*collateral provider*”) la possibilità di disporre di tale bene.

La scelta dell'impostazione funzionale si spiega e si giustifica alla luce delle considerazioni dianzi evidenziate, cioè che l'applicazione e l'interpretazione del diritto debbano essere funzionali alle esigenze della realtà socio-economica nel suo continuo evolversi. Ciò che quindi deve principalmente rilevare, in particolar modo nello studio di istituti che hanno la propria ragion d'essere nel fornire garanzie e quindi fiducia nei rapporti economico-commerciali, sono le esigenze che la collettività presenta nei vari contesti storici.

Specie nell'arco degli ultimi cinquant'anni la rapida evoluzione della realtà economica ha progressivamente insidiato le fondamenta giuridiche dei tradizionali istituti codicistici di garanzia del credito, i quali hanno inevitabilmente ricevuto molteplici istanze di adattamento da parte della prassi operativa dei mercati finanziari. Si è trattato di istanze volte alla ricerca di tecniche sempre più agili di tutela dei finanziamenti esterni alle imprese e spinte dalla progressiva accelerazione della velocità di circolazione e disponibilità della ricchezza mobiliare.

Gli impulsi provenienti dalla realtà economica hanno principalmente coinvolto le forme classiche delle garanzie di previsione codicistica e, segnatamente, l'istituto del pegno.

È infatti vero che il pegno, inteso nella sua forma classica di *datio* di una cosa mobile a garanzia di una obbligazione, pare uno strumento di garanzia superato e, in tale accezione, oramai desueto³.

Per altro verso non può tuttavia negarsi il continuo ricorso che la prassi operativa (sia essa finanziaria, bancaria ovvero commerciale), nelle forme e con le modalità di cui appresso si dirà, fa dell'istituto in esame.

In particolare, il requisito della *traditio*, che tradizionalmente caratterizza la garanzia pignorizia, è stato fortemente messo in discussione: da più parti si dubita infatti che la «consegna» (*ex art. 2786 c.c.*) rappresenti un requisito essenziale per la costituzione del pegno su beni mobili.

Ai sensi dell'art. 2786, comma 1, c.c., il diritto di pegno su beni mobili si costituisce «con la consegna al creditore della cosa o del documento che conferisce l'esclusiva disponibilità della cosa»; mentre il comma 2 del richiamato articolo dispone che la cosa o il documento «possono anche essere consegnati a un terzo designato dalle parti o possono essere posti in custodia di entrambi, in modo che il costituente sia nell'impossibilità di disporre senza la cooperazione del creditore».

Orbene, traendo spunto dal tenore letterale dell'art. 2786 c.c., deve essere condivisa l'autorevole opinione⁴ secondo cui il legislatore abbia inteso richiamare il requisito della «consegna» al mero fine di assicurarsi l'effettivo spossessamento del debitore; spossessamento, dunque, quale strumento (e non fine a sé stesso) per garantire il creditore nei riguardi di atti dispositivi pregiudizievoli alla garanzia reale. Per l'appunto, il comma 2 dell'art. 2787 c.c. pare inequivoco nel precisare che «(l)a prelazione non si

³ In tal senso, si vedano TUCCI, *Garanzie sui crediti dell'impresa e tutela dei finanziamenti. L'esperienza statunitense e italiana*, Milano 1974, p. 155; PIEPOLI, *Garanzie sulle merci e spossessamento*, Napoli 1980, *passim*; GABRIELLI, *Il pegno «anomalo»*, *cit.*, p. 94; ID, *Autonomia privata e diritto comune europeo delle garanzie mobiliari*, in *R. crit. d. priv.*, 1995, p. 643; MESSINETTI, *Le strutture formali della garanzia reale*, in *R. crit. d. priv.*, 1991, p. 800; ANELLI, *L'alienazione in funzione di garanzia*, Milano 1996, p. 5; GATTI, *Il credito su pegno*, Milano 2002, p. 154; BUSSANI, *Il modello italiano delle garanzie reali*, in *Contratto e impr.*, 1997, p. 179; VENEZIANO, *Le garanzie mobiliari non possessorie*, Milano 2000, p. 193.

⁴ Si veda GABRIELLI, *Il pegno «anomalo»*, *cit.*, p. 127, ove è stata proposta tale tesi e quindi ripresa nei successivi scritti dello stesso Autore riguardanti la garanzia pignorizia.

può far valere se la cosa data in pegno non è rimasta in possesso del creditore o del terzo designato dalle parti».

Tanto premesso, sembra allora che la disciplina del pegno non ruoti sulla *traditio*, bensì sullo spossessamento del debitore e il conseguente “impossessamento” del creditore o del terzo designato.

È stato fatto ulteriormente notare che, tuttavia, neanche lo spossessamento (e quindi l’impossessamento) può considerarsi l’effettivo requisito per la costituzione del pegno su beni mobili. È facile infatti convincersi come esso sia soltanto lo strumento attraverso il quale si realizza l’obiettivo di rendere effettivamente indisponibile il bene costituito in garanzia da parte del debitore.

A riprova di quanto appena osservato, l’art. 2786 c.c. richiama appunto la situazione giuridica della «esclusiva disponibilità della cosa».

Da tali considerazioni (qui riportate sinteticamente), la medesima dottrina ha preso le mosse per ricondurre allo schema legale tipico del pegno forme «anomale» dell’istituto stesso (non costituenti forme «atipiche» di garanzie reali mobiliari), caratterizzate dal fatto che l’effetto tipico e classico dello spossessamento (ossia l’indisponibilità) del bene viene comunque realizzato mediante tecniche e strumenti diversi dalla *datio*. Tant’è che si è giustamente osservato che «la necessaria presenza dello spossessamento risponda, in realtà, alle esigenze proprie di un’economia precapitalistica, nella quale il principale, se non l’unico, indice di sicurezza del credito e di circolazione del diritto di garanzia era legato al meccanismo della *traditio* e del possesso»⁵.

Quale esempio di «pegno anomalo» può farsi riferimento al c.d. pegno *omnibus*⁶, nonché a tutte quelle forme di pegno disciplinate dalla legislazione speciale che si costituiscono con l’apposizione di contrassegni (si veda in particolare la Legge 24 luglio 1985, n. 401, in materia di “Norme sulla costituzione di pegno sui prosciutti a denominazione di origine

⁵ Così GABRIELLI, *Il pegno*, in *Tratt. Sacco*, V, Torino 2005, p. 115.

⁶ La caratteristica peculiare del pegno «*omnibus*» è di sottoporre anticipatamente determinati o determinabili beni del debitore al vincolo pignoratorio a favore di un istituto di credito anche prima della venuta ad esistenza di alcuni crediti che l’istituto vanterà nei confronti del debitore (normalmente correntista del medesimo istituto di credito). Per tutti si veda MAGNI, *Il pegno omnibus e il pegno fluttuante o rotativo*, Torino 2000, p. 367.

tutelata”⁷) e l’annotazione in appositi registri (di cui si tratterà ampiamente appresso nel Capitolo Secondo, paragrafo 2.1, in relazione al pegno su strumenti finanziari privi di supporto “materiale”, nonché nel Capitolo Terzo, paragrafo 3.1, in relazione alla procedura costitutiva dei «contratti di garanzia finanziaria», rispetto alla quale si farà ricorso al concetto di «tracciabilità» dei beni oppignorati). Non da ultimo viene in considerazione il patto di «rotatività» (del quale si parlerà nel Capitolo Secondo, paragrafo 3), che si erge quale esempio emblematico delle «anomalie» del pegno.

La fattispecie di pegno che invece non può essere ascritta alla categoria dei «pegni anomali», ma più genericamente a quella più ampia dei «pegni sul valore», è quella del pegno “irregolare”, al quale sono dedicati i paragrafi 1 e 1.1 del Capitolo Secondo. In ragione della ricostruzione giuridica e delle modalità operative, questa non può essere intesa, tecnicamente, come una garanzia reale (ove la proprietà del bene oppignorato resta in capo al debitore-datore di garanzia), bensì come una forma di cessione in funzione di garanzia (ove, al contrario, la proprietà del bene passa all’*accipiens*). Anche il pegno irregolare – evidentemente – risponde, seppur con tecniche diverse da quelle adottate dalle figure di pegno «anomalo», all’esigenza del mercato di favorire l’utilizzazione dei beni sottoposti a garanzia, onde evitarne l’assoluta indisponibilità e, quindi, l’“immobilizzazione”.

La “funzione di garanzia” oggi perseguita e attuata sia con le nuove tecniche e con gli strumenti giuridici ai quali da tempo ricorre la normativa comunitaria nel settore delle garanzie mobiliari, sia con le summenzionate soluzioni elaborate dalla dottrina, poi recepite dalla giurisprudenza ed infine accolte da apposite discipline speciali di fonte sia nazionale che comunitaria (ossia, oltre che i summenzionati casi di «pegno sul valore» e di «pegno anomalo», anche le ipotesi di cessione del credito o di trasferimento della

⁷ La legge in parola rappresenta il primo emblematico esempio normativo di pegno «senza spossessamento» che ha accolto le istanze del settore imprenditoriale, il quale ha fatto rilevare che la rigida interpretazione e applicazione della disciplina codicistica del pegno impediva l’accesso al credito alle imprese che intendessero sottoporre a garanzia i beni aziendali di cui l’imprenditore normalmente si serve nell’“*ordinary course of business*”, quali merci destinate alla lavorazione o macchinari strumentali all’esercizio dell’impresa. Le nuove dinamiche imprenditoriali, infatti, hanno imposto di concedere in garanzia non solo il «capitale fisso», ma anche quello «circolante».

proprietà con funzione di garanzia accompagnate dal c.d. patto marciano), ha messo in evidenza come – nel precipuo intento di rispondere alle esigenze della prassi dei contratti bancari e finanziari – questa sia tanto difficilmente comprensibile e giustificabile se osservata secondo una prospettiva strettamente formalistica legata al dettato codicistico, quanto pienamente rispondente alle esigenze sollevate dai moderni rapporti economico-finanziari. Siffatte esigenze sono nondimeno giustificabili se osservate in chiave «funzionale», nonostante le riserve palesate da coloro i quali ancora sono legati ad una visione tradizionale delle garanzie reali mobiliari.

Come innanzi anticipato, tale chiave di lettura sarà quella utilizzata nel presente lavoro per osservare e analizzare correttamente le figure e gli aspetti rilevanti che costituiscono oggetto di esame, nell'intento di proporre le più adeguate soluzioni ai problemi ancora aperti che la materia in questione presenta.

Ebbene, tale impostazione «funzionale» è stata, per di più, esplicitamente adottata dalla direttiva 2002/47/CE sui «contratti di garanzia finanziaria» e, in egual modo, dal d. lgs. n. 170/04, che ha recepito la normativa comunitaria nell'ordinamento italiano.

Tale normativa, come si osserverà nel corso del presente lavoro, contiene impostazioni di principio e regole in grado sia di risolvere questioni operative del pegno da tempo dibattute, sia di indicare nuove impostazioni applicative e interpretative dello stesso.

2. Ambito e percorso dell'analisi

Passando alla presentazione dell'*iter* logico seguito dalla presente trattazione e al relativo ambito di indagine, si deve precisare che essa sarà guidata dall'intento di prospettare le soluzioni e i suggerimenti tecnico-giuridici che meglio rispondano alle esigenze pratiche evidenziate dalla più recente prassi creditizia e, in particolar modo, da quella bancaria e finanziaria, pur sempre nel rispetto dei principi informativi del nostro

ordinamento giuridico, eventualmente adeguati al nuovo assetto che gli interessi coinvolti hanno oggi assunto.

Scopo del presente lavoro è, allora, presentare uno spaccato dell'evoluzione delle prassi operative del pegno e degli interrogativi di carattere applicativo che le stesse hanno posto allo studioso del settore, nonché delle normative speciali che in particolar modo nell'ultimo ventennio hanno disciplinato specifici settori riguardanti le garanzie reali mobiliari, affinché possa meglio comprendersi il fenomeno evolutivo del pegno.

L'analisi è suddivisa in quattro Capitoli.

Dopo queste premesse, volte a precisare lo "stato dell'arte" dello studio sul pegno e dell'ambito operativo nel quale è oggi chiamato a svolgere la sua funzione, si procederà (si veda il Capitolo Secondo) con l'analisi delle ipotesi di «pegno sul valore», prestando particolare attenzione a quelle fattispecie che presentano caratteri «anomali» rispetto alla disciplina codicistica della garanzia pignorizia (segnatamente, il pegno irregolare e il pegno rotativo). In tale contesto, sarà necessariamente esaminata anche la normativa speciale che disciplina il pegno su titoli, specie se "dematerializzati" o "decartolarizzati", essendo questa la categoria dei beni (oppignorabili) che di fatto permette al pegno di potersi ancora ritenere un utile e idoneo strumento di garanzia nell'ambito delle moderne operazioni economiche.

Il Capitolo Secondo sarà, pertanto, volto ad individuare gli aspetti applicativi di tali figure che ancora presentano all'operatore significativi problemi e suscitano dubbi dal punto di vista dell'ammissibilità o dell'inquadramento giuridico, la cui trattazione si rende indispensabile al fine di affrontare una corretta analisi delle previsioni contenute nel decreto sui «contratti di garanzia finanziaria».

Esulerà pertanto dal presente scritto l'esame della disciplina codicistica del pegno, salvo i casi in cui questa sarà specificamente richiamata al fine di dimostrarne eventuali deroghe da parte della normativa speciale o di rintracciare più adeguate e aggiornate indicazioni interpretative rispetto ad una visione "tradizionale" della stessa.

Il successivo Capitolo Terzo verterà sull'analisi del d. lgs. n. 170/04 sui «contratti di garanzia finanziaria», di cui verranno approfonditi gli aspetti civilistici (e tralasciati quelli di carattere più prettamente tecnico-finanziario e bancario) che abbiano un'attinenza diretta o indiretta con il pegno, al fine di individuare possibili nuove evoluzioni dello stesso o risposte alle questioni evidenziate nel Capitolo Secondo.

Il Capitolo Quarto avrà lo scopo di rielaborare gli spunti interpretativi emersi nel corso della trattazione, al fine ultimo di prospettare l'effettiva portata del decreto menzionato e le nuove chiavi interpretative e applicative dell'istituto del pegno.

Capitolo Secondo

IL PEGNO ALLA LUCE DELLA EVOLUZIONE DEI RAPPORTI CREDITIZI: IN PARTICOLARE IL PEGNO NEI MERCATI FINANZIARI

SOMMARIO: 1. Il pegno irregolare e i criteri per distinguerlo dalla forma regolare. – 1.1. (Segue). Il pegno irregolare di strumenti finanziari “dematerializzati”: l’opinione risolutiva della CONSOB. – 2. La prassi applicativa del pegno: pegno su titoli di credito e strumenti finanziari. – 2.1. (Segue). Il pegno su strumenti finanziari privi del supporto “materiale”: in particolare, la costituzione del vincolo pignoratorio su titoli “dematerializzati” e “decartolarizzati”. – 3. Il pegno rotativo: i requisiti di ammissibilità e i profili problematici della fattispecie. – 3.1. (Segue). Il valore di riferimento ai fini della sostituzione, la possibilità di sostituire tra loro beni appartenenti ad un diverso genus e le clausole di integrazione della garanzia

1. Il pegno irregolare e i criteri per distinguerlo dalla forma regolare

Per la costituzione di una garanzia reale avente ad oggetto un bene mobile può essere utilizzato il contratto di pegno “regolare” ovvero quello “irregolare” (anche detto deposito cauzionale o cauzione in contanti⁸). Entrambi gli istituti sono idonei ad attribuire una tutela c.d. reale a favore del creditore. Il *discrimen* fra la forma regolare e quella irregolare viene individuato nel trasferimento, o meno, della proprietà del bene concesso in garanzia.

Nel pegno regolare il *titulus* della garanzia reale si costituisce, generalmente, mediante consegna materiale del bene al creditore o ad un terzo; in tal caso la proprietà del bene rimane in capo al costituente datore del bene oppignorato.

⁸ Sulla natura del pegno irregolare si vedano, *ex plurimis*, DE MARTINI, *Sulla natura giuridica del deposito cauzionale*, in *G. it.*, 1947, II, p. 325; DALMARTELLO, voce “Pegno irregolare”, in *Nov. D.*, XII, Torino 1965, p. 798; VITTORIA, voce *Pegno II* *Pegno irregolare*, in *Enc. giur. it.*, XXII, Milano 1990; REALMONTE, *Il pegno*, in *Tratt. Rescigno*², XIX, Torino, 1997; PALAMMO, *Pegno irregolare e fallimento*, in *Dir. Fall.*, 2004, I, p. 383.

Il pegno irregolare si caratterizza invece per le peculiarità che l'istituto in parola assume: trasferimento della proprietà e funzione di garanzia. La dottrina e la giurisprudenza pressoché unanime ritengono, infatti, che la fattispecie in parola costituisca una forma di trasferimento della proprietà in funzione di garanzia⁹ (nel paragrafo 6 e, in particolare modo, nel paragrafo 11 del Capitolo Terzo si tratterà anche di tale particolare forma di garanzia).

Nell'ambito della costituzione di tale garanzia, la proprietà del bene oppignorato viene trasferita al creditore pignoratizio, il quale, alla scadenza dell'obbligazione principale (ossia quella assistita da pegno), ha il dovere di restituire al *tradens* i medesimi beni originariamente costituiti in garanzia, secondo l'ordinaria struttura del pegno regolare, ovvero di consegnare all'originario *tradens* beni appartenenti al medesimo genere di quelli ricevuti in garanzia. Qualora ricorra quest'ultima ipotesi, i beni dovranno inoltre avere lo stesso valore di quelli originariamente ricevuti all'atto costitutivo del pegno, in caso di adempimento dell'obbligazione garantita, ovvero un valore corrispondente all'eccedenza del valore – stimato al tempo di scadenza dell'obbligazione garantita – dei beni oppignorati rispetto all'ammontare del credito garantito.

Sull'*accipiens* non grava quindi l'obbligo di restituire i medesimi beni ricevuti dal *tradens*. Di talché, nella forma irregolare, l'obbligazione di restituire – propria del pegno – si trasforma da obbligazione di consegna di cosa di specie in obbligazione di trasferire in proprietà (e consegna) cose di genere: il creditore deve consegnare beni della stessa specie, qualità e quantità (qualora, come anzidetto, l'obbligazione garantita venga adempiuta).

Risulta dunque evidente che tale figura può configurarsi unicamente con riferimento a beni mobili fungibili: l'oggetto della restituzione (*rectius*,

⁹ In tal senso si vedano, in dottrina *ex plurimis*, VITTORIA, *op. cit.*, p. 3 e PALUMMO, *Pegno irregolare e fallimento*, in *D. fall.*, 2004, 1, p. 389. In giurisprudenza, si vedano App. Bologna 23 gennaio 2004, in *Fallimento*, 2005, p. 157, con nota di BANDINI, CONFALONIERI; Cass. 3 aprile 2003, n. 5111, in *Giust. civ.*, 2004, I, p. 2814; Cass. 5 novembre 2004, n. 21237; Cass. 24 maggio 2004, n. 10000; Cass. 24 gennaio 1997, n. 745, in *Fallimento*, 1997, p. 967, con nota di PETRAGLIA; Cass. 29 settembre 1997, n. 9528.

consegna) viene quindi generalmente individuato nel *tantundem eiusdem generis et qualitatis*¹⁰.

Pertanto, nel contratto di pegno irregolare non assume rilievo tanto il singolo bene offerto in garanzia, quanto il fatto che esso sia fungibile. Ciò accade generalmente se si tratta di denaro o di altra cosa fungibile come merci o titoli di credito¹¹ (essenzialmente rientranti nella categoria degli strumenti finanziari¹²) e, *a fortiori*, se i beni oltre che essere fungibili sono anche consumabili. Il creditore pignoratorio può dunque restituire al costituente un bene diverso, purché appartenga al medesimo genere e abbia eguale valore di quello originariamente ricevuto.

¹⁰ Di recente le Sezioni unite della Corte di cassazione hanno peraltro definitivamente individuato le principali caratteristiche del pegno irregolare rispetto al pegno regolare (vedi, Cass., sez. un., 14 maggio 2001, n. 202, impegnata a dirimere un contrasto attinente, in via diretta, il rapporto tra disciplina del pegno irregolare e disciplina fallimentare di cui si tratterà di seguito), statuendo che «(i)l pegno irregolare, disciplinato dall'art. 1851 c.c., in tema di anticipazione bancaria – ancorché (non ostante tale separata e specifica collocazione) rispondente (come pacifico in dottrina) ad uno schema negoziale di portata generale ed accomunabile al pegno (c.d. regolare), di cui ai successivi artt. 2784 ss. c.c., sia per il profilo (strutturale) della “natura reale” del contratto (quanto all’attrazione della *datio rei* nel suo momento perfezionativo), sia per il profilo (funzionale) della condivisa “causa di garanzia” – ha, però, una sua innegabile specificità di contenuto effettuale. Poiché l’“effetto reale” che nel pegno regolare si esaurisce nella creazione di uno “*ius in re aliena*” opponibile “*erga omnes*”, nel pegno irregolare assume, invece, la ben maggiore valenza e latitudine di un vero e proprio trasferimento di proprietà delle cose attribuite in garanzia (la cui causa inizialmente ricondotta in una sorta di *datio* in pagamento risolutivamente condizionata è ora più coerentemente ricollegata alla stessa funzione di garanzia, una volta riconosciuta dalla dottrina l’idoneità a giustificare una attribuzione in proprietà non meno delle tradizionali *causae venditionis* e *donationis*). Mentre l’obbligazione restitutoria, gravante sul creditore, che nel pegno regolare ha ad oggetto la medesima *res* di cui quegli ha avuto temporaneamente la detenzione, nel pegno irregolare si rivolge *viceversa* al *tantundem* di quanto ricevuto in garanzia».

¹¹ È oramai generalmente riconosciuto l’assunto secondo cui i beni possano considerarsi “fungibili” purché «sostituibili, surrogabili e rappresentabili», così, BIONDI, *I beni*, in *Tratt. Vassalli*², Torino 1956, p. 49; TRABUCCHI, *Istituzioni di diritto civile*⁴², Padova 2005, p. 503; IUDICA, ZATTI, *Linguaggio e regole del diritto privato*⁵, Padova 2004, p. 115; ASQUINI, *Titoli di credito*, Padova 1966, p. 95, il quale chiarisce che i titoli di credito possono distinguersi, a seconda del modo di emissione, «in titoli singoli o individuali e titoli emessi in serie. I primi nascono da distinte operazioni e differiscono fra loro per qualche elemento essenziale del loro contenuto (scadenza, somma, ecc.); tali la cambiale, l’assegno bancario, la polizza di carico, la fede di deposito. I secondi sono emessi in massa, con una o più operazioni, e sono identici nella forma e nel contenuto (azioni, obbligazioni, titoli del debito pubblico). Ne deriva che i titoli singoli sono infungibili l’uno con l’altro ed hanno il carattere giuridico della *species*; i titoli in serie sono invece normalmente fungibili e possono essere oggetto delle contrattazioni che si fanno su cose generiche (mutuo, riporto, deposito irregolare, ecc.)».

¹² Sul rapporto tra titoli di credito e strumenti finanziari si veda *infra* paragrafo 2.

Il principale riferimento normativo in materia di pegno irregolare è rappresentato dall'art. 1851 c.c. ("Pegno irregolare a garanzia di anticipazioni"), il quale dispone che «(se), a garanzia di uno o più crediti, sono vincolati depositi di danaro, merci o titoli che non siano stati individuati o per i quali sia stata conferita alla banca la facoltà di disporre, la banca deve restituire solo la somma o la parte delle merci o dei titoli che eccedono l'ammontare dei crediti garantiti. L'eccedenza è determinata in relazione al valore delle merci o dei titoli al tempo della scadenza dei crediti». Si noti tuttavia che la tipicità che il contratto riceve per l'espressa normativa del codice civile del '42, non può celare la prassi dei rapporti civili e commerciali che già in precedenza (e soprattutto alla fine del XIX secolo¹³) conosceva un contratto di pegno innominato o atipico. Anche oggi, perciò, l'autonomia privata può creare "pegni irregolari".

A ben vedere, peraltro, la disciplina del pegno irregolare (come appresso meglio tratteggiata nei suoi aspetti più rilevanti ai fini della presente trattazione) è simile a quella prevista da altre disposizioni, quali quella dettata per il deposito che abbia ad oggetto «una quantità di danaro o di altre cose fungibili» ed al cui depositario sia stata attribuita facoltà di servirsene (art. 1782 c.c., "Deposito irregolare"). Ancor più, per il deposito bancario, l'art. 1834 c.c. ("Deposito di danaro") prevede espressamente che la banca depositaria di una somma di danaro ne acquista la proprietà ed è obbligata a restituirla nella stessa specie monetaria alla scadenza del termine convenuto o a richiesta del depositante.

È opportuno evidenziare, ai fini di una esatta comprensione della figura in esame, il rilievo secondo il quale il creditore pignoratizio acquista la proprietà dei beni originariamente consegnati dal debitore; sicché l'*accipiens* assume la facoltà di godere e di disporre (cfr. art. 832 c.c.) di tali beni fungibili. A tal riguardo, il problema principale che la fattispecie in esame solleva è quello di individuare la modalità giuridica con cui si realizza il trasferimento della proprietà dei beni oppignorati, indi la sua giustificazione causale. Tale interrogativo non è difatti scevro da implicazioni pratiche, attesa la necessità, da sempre avvertita dalla

¹³ Per tutti si veda CLAPS, *Del c.d. pegno irregolare*, in *Arch. giur.*, 1896, fasc.li 4 e 5.

dottrina¹⁴, di rispettare il principio della *par condicio creditorum* a norma dell'art. 2741 c.c., nonché il divieto del patto commissorio *ex art. 2744 c.c.*

Parte della dottrina (quella più risalente)¹⁵ ha infatti sostenuto che la fonte del trasferimento della proprietà dei beni vincolati in garanzia irregolare debba rintracciarsi unicamente nella circostanza oggettiva che oggetto del pegno siano beni fungibili, i quali diventano quindi di proprietà del creditore per effetto della confusione nel suo patrimonio.

A tale tesi la dottrina più recente¹⁶ ha replicato, a ragione, affermando che qualunque cosa di genere può essere trasformata in una cosa di specie a seguito della volontaria individuazione dei beni consegnati. Sicché non sarebbe la natura dei beni oppignorati l'unico elemento a determinare il passaggio delle proprietà, bensì una manifestazione di volontà, anche se attuata per fatti concludenti, volta a produrre tali effetti reali.

Secondo tale impostazione, dunque, il negozio costitutivo del pegno rappresenta la causa idonea e sufficiente ai fini della produzione dell'effetto traslativo.

A conferma dell'esattezza della intuizione proposta dalla dottrina per ultima richiamata, basti rammentare la previsione di cui all'art. 1851 c.c., che, nel riferirsi ai beni che possono formare oggetto di pegno irregolare, precisa espressamente che deve, inoltre, trattarsi di beni che «non siano stati individuati o per i quali sia stata conferita (al creditore) la facoltà di dispor(ne)». Si allude, appunto, alla volontà negoziale, implicita (per mancata individuazione dei beni fungibili concessi in pegno irregolare) ovvero espressa (per espressa attribuzione della facoltà di disporre, ossia della facoltà caratterizzante l'esercizio del diritto di proprietà), di attribuire al creditore pignoratizio la proprietà dei beni fungibili oppignorati.

In certi casi, adempiuta l'obbligazione principale ovvero avviata la procedura esecutiva sui beni oppignorati, l'esatta qualificazione del contratto di pegno può risultare alquanto incerta. È quindi necessario che i

¹⁴ Si veda SASSI, *Garanzia del credito e tipologie commissorie*, Napoli 1999, p. 294.

¹⁵ Per tutti si veda NICOLÒ, *Deposito cauzionale e titoli di credito: effetto traslativo*, in *Riv. dir. civ.*, 1939, p. 374.

¹⁶ Si vedano DALMARTELLO, *op. cit.*, p. 801; VITTORIA, *op. cit.*, p. 3.

criteri utilizzabili per ricondurre un contratto di pegno all'interno della forma regolare piuttosto che in quella irregolare siano ben individuati al momento della fase costitutiva della garanzia pignorizia. Qualora invece i costituenti mancassero di tale avvedutezza, risulterà esiziale l'esame delle clausole previste nello specifico contratto di pegno¹⁷; il corretto inquadramento del pegno comporta difatti l'applicazione di differenti disposizioni normative.

A tal riguardo, la giurisprudenza ha chiarito – sulla scorta di quanto evidenziato dalla dottrina dianzi menzionata – che, nell'ambito di rapporti bancari, la presenza di indicazioni fornite alla banca in merito alle modalità da seguire per vendere i beni vincolati in caso di inadempimento, od il pagamento di commissioni alla banca per le spese di amministrazione e di custodia dei titoli, costituiscono elementi incompatibili con la natura del pegno irregolare¹⁸.

In certi casi, il costituente può affidare al creditore pignorizio il compito di curare la gestione dei titoli. Contestualmente alla stipulazione di contratti costitutivi di pegno regolare può quindi essere concluso, tra il costituente e il creditore, un contratto di mandato per il compimento delle girate dei titoli consegnati in garanzia e per le operazioni necessarie per l'acquisizione, il trasferimento, l'estensione della garanzia costituita sui titoli vincolati.

In realtà, il contratto di mandato appare necessario quale accordo *a latere* dei contratti di pegno laddove il creditore risulti solamente custode dei beni consegnati in garanzia. Il compimento di eventuali atti dispositivi su tali beni richiederebbe infatti un'esplicita autorizzazione da parte del soggetto titolare del diritto di proprietà sugli stessi (*i. e.* il costituente).

L'inserimento nei contratti costitutivi di un pegno, qualificato dalle parti come pegno irregolare, di elementi che consentano al costituente di

¹⁷ A tal proposito si veda Trib. Cassino 4 luglio 2002, in *G. Romana*, 2002, fasc. 12, p. 458.

¹⁸ Si veda Cass. 18 giugno 1996, n. 5592. In tal senso si era di fatto già pronunciata la medesima Corte (Cass. 6 novembre 1976, n. 4042) affermando che «la consegna ad una banca di titoli di credito a garanzia di scoperto di conto corrente, non configura un pegno irregolare ove i titoli siano singolarmente individuati e la banca non abbia il potere di disporne, ma solo l'incarico di curarne l'incasso, accreditando il ricavato sul conto. In tale ipotesi ricorre un'ipotesi di crediti, attuato mediante i titoli rappresentativi degli stessi».

interferire sugli atti di disposizione (*lato sensu*, di gestione) suscettibili di essere compiuti sui beni concessi in garanzia potrebbe dunque modificare l'effettiva qualificazione giuridica del contratto¹⁹.

In sintesi, quindi, l'ingerenza (sotto vari aspetti) del costituente nella gestione del bene oppignorato può risultare quale elemento negoziale incompatibile con il trasferimento della proprietà richiesto nella forma irregolare del pegno.

Dalle considerazioni suesposte si può pertanto rilevare che la volontà, espressa o implicita, delle parti che concludono un contratto di pegno resta elemento determinante per la qualificazione della forma della garanzia e non è di per certo sufficiente considerare soltanto l'oggetto delle cose date in pegno: non se ne può fare a meno neppure per le cose fungibili. Ai fini della qualificazione del pegno come "irregolare", assume quindi maggior rilievo la causa del contratto che non il suo oggetto.

Se pertanto è vero che il trasferimento in proprietà è il *discrimen* tra pegno regolare e irregolare, è anche vero che tale trasferimento non dipende unicamente dall'oggetto della contrattazione oppure dalla sua funzione pratico-giuridica, ma dal consenso (ossia dalla volontà negoziale) del costituente, dal quale non si può prescindere, a meno che per il creditore o per il custode della cosa oppignorata, entrambi obbligati a conservarla, l'uso non si renda a tal fine necessario, o ne sia addirittura indispensabile il consumo vista la natura del bene oppignorato affinché esso stesso non si corrompa e quindi perisca (si pensi, ad es., a carne e pesce dati in pegno) (arg. *ex art.* 2792, comma 1, c.c.).

Le suesposte osservazioni dottrinali hanno così permesso anche alla giurisprudenza di legittimità di dirimere un annoso contrasto circa le modalità e i limiti di applicazione della legge fallimentare²⁰ al pegno irregolare.

La necessità di definire e qualificare la natura giuridica del pegno irregolare si è infatti posta in tutta la sua portata nell'ipotesi di fallimento del debitore. Nodo affrontato più volte e in modo differente dalla

¹⁹ A tal proposito si veda Cass. 20 marzo 2003, n. 4079, che riqualifica un contratto di pegno irregolare come pegno regolare.

²⁰ Per "legge fallimentare" si intende il Regio Decreto n. 267, 16 marzo 1942, e successive modificazioni.

Cassazione, ma finalmente sciolto dall'intervento delle Sezioni unite della Corte di legittimità²¹. In sintesi la Corte ha statuito che con l'apertura della procedura concorsuale il credito si estingue in forza di una mera operazione contabile (non, invece, mediante compensazione), che consiste nell'imputare il valore dei beni fungibili ricevuti in garanzia, e già entrati nel patrimonio del creditore, all'obbligazione rimasta inadempita. E che pertanto l'art. 56 legge fallimentare²² non può ritenersi applicabile al pegno irregolare. Di talché l'unico obbligo che può eventualmente nascere a carico del creditore pignoratizio è quello di restituire l'eccedenza.

Ciò chiarito, la Corte ha quindi escluso anche l'applicabilità dell'art. 53 Legge fallimentare²³ alla figura in esame, attesa la *ratio* della norma richiamata. Se infatti il fondamento di tale norma «va individuato nel fatto che il titolo di prelazione è strettamente connesso con la ritenzione della cosa, l'appartenenza di questa al patrimonio del creditore [...] fa sì che il creditore stesso non abbia l'onere di assoggettarsi al concorso (dunque di insinuarsi al passivo) per vedere riconosciuto il proprio titolo [...]».

In linea con tale statuizione, la dottrina più avveduta²⁴ aveva peraltro già avuto modo di affermare che il pegno irregolare – inteso come alienazione in funzione di garanzia – è invero diretto a realizzare il medesimo risultato cui è volta l'esecuzione forzata. Il creditore pignoratizio, infatti, potrà già conseguire il proprio concreto interesse, sotteso alla volontà di costituire il pegno irregolare piuttosto che quello regolare, senza necessità di attivare la tutela processuale.

Il pegno irregolare può dunque definirsi come quel contratto con cui il garante consegna e attribuisce in proprietà al creditore denaro o beni aventi un prezzo corrente di mercato e ritenuti, perciò, fungibili sia perché

²¹ Si veda Cass., sez. un., 4 maggio 2001, n. 202 e n. 203 in *dir. fall.* 2001, II, p. 1168. Tale pronuncia ha abbracciato un precedente orientamento ben sintetizzato da Cass. 24 gennaio 1997, n. 745, in *Fall.*, 1997, p. 967. L'opposto orientamento era stato invece ribadito da una più recente pronuncia (Cass. 28 agosto 1997, n. 8164, in *dir. fall.* 1998, II, p. 293), che aveva affermato l'applicabilità dell'art. 53 Legge fallimentare anche al pegno irregolare, sussumendolo nell'alveo dell'asserita figura generale del pegno regolare.

²² L'art. 56 legge fallimentare prevede che «(i) creditori hanno diritto di compensare coi loro debiti verso il fallito i crediti che essi vantano verso lo stesso [...]».

²³ L'art. 53 legge fallimentare dispone che «(i) crediti garantiti da pegno [...] possano essere realizzati anche durante il fallimento, dopo che sono stati ammessi al passivo con prelazione [...]».

²⁴ Si vedano ANELLI, *op. cit.*, p. 255; VITTORIA, *op. cit.*, p. 3.

sostituibili con beni della stessa specie, sia perché sostituibili anche con il denaro. In caso di inadempimento della prestazione principale, il creditore, invece, può operare l'“incameramento” di quanto consegnatogli in pegno per il valore della prestazione stessa restituendo al garante la sola eccedenza²⁵.

Giova ora fare un breve cenno a particolari ipotesi di pegno irregolare, che sono tuttora all'attenzione di accesi dibattiti in dottrina (ma non verranno fatte qui oggetto di trattazione specifica ed approfondita).

Il pegno irregolare è frequentemente utilizzato nella prassi applicativa per costituire garanzie reali sul saldo attivo di conto corrente e sulle somme depositate in un libretto nominativo.

Nella prima ipotesi viene vincolato il saldo esistente al momento della costituzione del pegno, nonché le somme di denaro che possono essere successivamente accreditate²⁶. Il trasferimento della proprietà dei valori risultanti dal conto del costituente a favore del creditore pignoratizio consente di ricondurre il pegno in esame alla forma del pegno irregolare. Nel caso opposto troveranno invece applicazione le disposizioni previste per il pegno regolare²⁷.

In presenza di garanzie costituite a favore di un istituto creditizio sulle somme depositate in un conto corrente, acceso presso un istituto diverso da quello che eroga il finanziamento (è infatti questa l'ipotesi più ricorrente in virtù della quale vengono costituiti pegni su conti correnti), il

²⁵ Così, DALMARTELLO, *op. cit.*, p. 800; DE VECCHIS, MASTROPAOLO E. M., MASTROPAOLO F., *I contratti di garanzia*, in *Tratt. Rescigno-Gabrielli*, Torino 2006, V, t. II, p. 1347.

²⁶ Una corrente dottrina (si veda GRISI, *Il deposito in funzione di garanzia*, Milano 1999, *passim*) sostiene che, in merito di pegno su saldo di conto corrente, la natura fungibile del bene su cui viene costituita la garanzia non impedisce alla parti di costituire un contratto di pegno regolare. La libertà contrattuale consentirebbe al costituente la garanzia di trasferire, o meno, la proprietà al creditore dei beni fungibili concessi in garanzia.

²⁷ In merito al pegno su conto corrente si veda, nella giurisprudenza più recente, Cass. 15 gennaio 2009, n. 820; Cass. 19 settembre 2008, n. 23864; Cass. 1 febbraio 2008, n. 2456; Cass. 19 novembre 2007, n. 23839. In dottrina si vedano, *ex plurimis*, BADINI GONFALONIERI, *Pegno irregolare e accrediti di terzi su c/c bancario*, in *Fallimento*, 2005, p. 2; PANZANI, *Pegno irregolare di saldo di c/c e data certa dell'atto*, in *Fallimento*, 1997, p. 265; MORO, *Pegno irregolare e conto corrente bancario*, in *G. comm.*, 1994, I, p. 2026; RUGGERO, *Osservazioni a App. Milano 2 febbraio 1993, in tema di azione revocatoria fallimentare contro pegno irregolare sul saldo del conto corrente*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1994, II, p. 422.

contratto deve invece essere ricondotto nell'ambito del pegno regolare di crediti. Invero, la mancata disponibilità dei beni oppignorati (in quanto depositati presso altro istituto di credito) ostacola il trasferimento di proprietà richiesto dalla forma irregolare.

Di converso, in presenza di somme depositate presso l'istituto finanziatore, la qualificazione del pegno richiede la verifica della volontà espressa dalle parti al momento della conclusione del contratto costitutivo del pegno²⁸.

Pertanto, la costituzione del pegno avente per oggetto un libretto di deposito bancario (anche in tal caso valgono le medesime suseposte osservazioni) consegnato all'istituto di credito depositario si configura come pegno irregolare a condizione che sia conferita all'istituto creditizio la facoltà di disporre del relativo diritto, mentre, nel caso in cui difetti tale volontà dovrà ritenersi applicabile la disciplina del pegno regolare²⁹.

Si deve quindi rilevare che i requisiti già individuati ai fini della costituzione di un pegno irregolare, piuttosto che regolare, ben valgono anche per le ipotesi in esame. Se infatti quanto innanzi considerato in

²⁸ A conferma di quanto già osservato nel paragrafo che precede, la giurisprudenza (si veda, Trib. Cassino 4 luglio 2002, in *Giur. romana*, 2002, fasc. 12, p. 458) ha statuito che «per stabilire se la costituzione in pegno di denaro o di un titolo di credito abbia natura regolare o irregolare, occorre distinguere: se il denaro i titoli non sono stati individuati al momento della consegna, ovvero, nonostante la loro individuazione, si è espressamente conferito al creditore pignoratorio il potere di disporre, il pegno ha natura irregolare; se, per contro, il denaro o i titoli sono stati individuati, e senza conferire al creditore pignoratorio la facoltà di disporre il pegno ha natura regolare».

²⁹ Fra le prime pronunce ad occuparsi del caso in esame si evidenzia la sentenza della Cass. 13 aprile 1977, n. 1380 (in *Banca borsa e tit. cred.*, 1978, II, p. 283), la quale ha affermato che «il pegno di un libretto di deposito bancario, mentre si configura come pegno regolare di credito quando sia costituito a favore di un soggetto diverso dalla banca depositaria, dà luogo, invece, ad un pegno irregolare del denaro depositato quando venga costituito in favore della stessa banca depositaria, poiché in tal caso, la banca acquista la proprietà del denaro, con l'obbligo di restituire i *tantundem*, in caso di adempimento del debitore alla scadenza, e con la facoltà, in caso contrario, di realizzare il proprio credito in via di compensazione». In linea con tale affermazione, si è pronunciata anche Cass. 29 settembre 1997, n. 9528, in *Corr. giur.*, 1998, p. 429, con nota di CHINÉ; Cass. 25 maggio 2007, n. 12313; Cass. 23 luglio 2007, n. 16216; Cass. 2 ottobre 2007, 20699; Cass. 15 febbraio 2008, n. 3794; Cass. 28 maggio 2008, n. 14067. In dottrina si vedano, *ex plurimis*, CARBONE, *Pegno irregolare: libretto al portatore offerto dal fideiussore a garanzia del debito altrui*, in *Corr. giur.*, 2008, p. 4; FAUGEGLIA, *Il pegno di libretti di deposito nella giurisprudenza: i profili della garanzia e la rilevanza dell'escussione in sede fallimentare*, in *D. fall.*, 1999, I, p. 727; AIROLDI, *Pegno dei libretti di deposito bancario a portatore*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1978, II, p. 38.

generale sul pegno irregolare aveva già da tempo trovato forte sostegno nella dottrina maggioritaria, lo stesso non può dirsi con specifico riguardo alla costituzione del saldo di conto corrente in pegno, rispetto alla quale il dibattito sulla sua corretta ricostruzione giuridica tuttora impegna gli operatori del mercato creditizio (con conseguente incertezza da parte dell'operatore che intende ricorrere a siffatta figura).

A tal proposito, nonostante l'interesse degli studiosi non si sia affatto sopito, il criterio distintivo tra pegno regolare e irregolare innanzi evidenziato è stato più di recente ribadito dai giudici di legittimità³⁰, consolidando così la richiamata regola.

Le medesime considerazioni trovano applicazione anche nella costituzione di pegno su di un libretto (ossia, un certificato) di deposito bancario: il pegno si configura nella forma irregolare solo quando viene espressamente conferita alla banca la facoltà di disporre del relativo diritto. In assenza di questo elemento la garanzia pignorizia viene ricondotta nella forma regolare³¹.

Infine, con riguardo alle garanzie costituite su diritti di credito o su libretti di deposito nominativi emessi da un istituto di credito diverso da quello finanziatore, si ritiene applicabile la disciplina prevista per il contratto di pegno regolare avente ad oggetto crediti vantati nei confronti di terzi³².

³⁰ Si veda Cass. 9 maggio 2000, n. 5845, secondo cui «il pegno di un libretto di deposito bancario costituito a favore della banca depositaria si configura come pegno irregolare solo quando sia conferita espressamente alla banca la facoltà di disporre del relativo diritto, mentre, nel caso in cui difetti il conferimento di tale facoltà, si rientra nella disciplina del pegno regolare, onde la banca garantita non acquisisce la somma portata dal titolo o dal documento con obbligo di riversare o scomputare il relativo ammontare), ma è tenuta a restituire il titolo o il documento stesso, con la conseguenza che, difettando i presupposti per la compensazione dell'esposizione passiva del cliente, con una corrispondente obbligazione pecuniaria della banca, la costituzione del pegno rientra nell'ambito di applicazione dell'art. 67 Legge fallimentare. Ed è pertanto assoggettabile a revocatoria fallimentare». Nello stesso senso si vedano le più recenti pronunce riportate nella nota n. 29.

³¹ In tal senso si veda nuovamente Trib. Cassino 4 luglio 2002.

³² Si veda nuovamente Cass. 29 settembre 1997, n. 9528, la quale precisa che «il pegno di un libretto di deposito bancario, escluso che possa avere per oggetto il libretto in sé e non la somma che da esso risulta, si configura come pegno regolare di credito quando sia costituito in favore di un soggetto diverso dalla banca depositaria, mentre quando sia costituito in favore di quest'ultima si risolve in un pegno irregolare del denaro depositato,

1.1. Il pegno irregolare di strumenti finanziari “dematerializzati”: l’opinione risolutiva della CONSOB

La distinzione tra pegno regolare ed irregolare ha assunto una specifica rilevanza nelle garanzie costituite su strumenti finanziari dematerializzati ai sensi degli artt. 45 e 46 del Regolamento mercati³³. Difatti la CONSOB ha reputato l’effetto traslativo del pegno irregolare di impedimento all’applicazione della richiamata normativa speciale³⁴.

La posizione assunta dall’Autorità, nel fornire un’interpretazione autentica circa l’utilizzabilità dell’attuale disciplina regolamentare, ha in realtà contribuito ad ampliare le fattispecie di pegno su una specifica categoria di strumenti finanziari previsti dal nostro ordinamento. Con ciò individuando il regime che possa legittimamente applicarsi al caso di strumenti finanziari dematerializzati che vogliano essere trasferiti in piena proprietà al beneficiario del pegno.

Nella specie, alla Commissione sono stati richiesti chiarimenti in merito alla compatibilità del pegno irregolare con la normativa applicabile alla costituzione di vincoli sugli strumenti finanziari detenuti in gestione accentrata di cui ai richiamati articoli.

In risposta, la CONSOB ha statuito che *a)* la costituzione in pegno irregolare di strumenti finanziari dematerializzati può attuarsi conferendo gli

denaro che passa automaticamente in proprietà della banca che, perciò, è obbligata a restituire il *tantundem*».

³³ Per “Regolamento mercati” si intende il regolamento attuativo del t.u.f. (come *infra* definito alla nota n. 38 che precede) e del Decreto Euro (come *infra* definito nella nota n. 48) in materia di mercati adottato dalla CONSOB con delibera n. 11768 del 23 dicembre 1998 e successivamente modificato con delibere n. 12497 del 20 aprile 2000, n. 13085 del 18 aprile 2001, n. 13659 del 10 luglio 2002, n. 13858 del 4 dicembre 2002, n. 14003 del 27 marzo 2003, n. 14146 del 25 giugno 2003, n. 14339 del 5 dicembre 2003, n. 14955 del 23 marzo 2005 e n. 15233 del 29 novembre 2005. Gli artt. 45 e 46 in questione sono rispettivamente rubricati “Costituzione dei vincoli sugli strumenti finanziari” e “Conti destinati a consentire la costituzione di vincoli sull’insieme degli strumenti finanziari in essi registrati”.

³⁴ Parere della CONSOB in risposta ad una richiesta della Monte Titoli S.p.A. sugli artt. 45 e 46 del Regolamento mercati (DME/3046594 del 14 luglio 2003) e dell’ABI (DME/3046592 del 14 luglio 2003) riguardante il “Quesito concernente la possibilità di costituire in pegno irregolare gli strumenti finanziari in gestione accentrata”.

stessi in piena proprietà al beneficiario tramite il loro trasferimento su di un conto intestato al beneficiario stesso, quindi con un meccanismo interno al sistema di gestione accentrata, mentre *b*) il «vero e proprio pegno» (ossia quello regolare) non potrà, invece, che costituirsi a norma delle regole civilistiche.

Tale statuizione trova il proprio fondamento nel tenore letterale delle norme in questione, nonché nel sistema di dematerializzazione in sé³⁵. Invero la costituzione di garanzie sui beni in parola si realizza mediante l'intervento dell'intermediario il quale deve aprire, per gli strumenti finanziari da costituire in pegno, un apposito conto intestato al disponente recante il nominativo del beneficiario. La costituzione del vincolo avviene, quindi, attraverso l'iscrizione, sull'apposito conto del soggetto garantito (*i. e.*, il beneficiario), dello strumento finanziario oppignorato. In virtù della previsione di cui all'art. 45 del Regolamento mercati si realizza così la sola "indisponibilità" dello strumento finanziario, ma non la sua "materiale" *datio* in piena proprietà al beneficiario. Dal *ché*, l'agile conclusione che non possa configurarsi, secondo il sistema appena descritto, un trasferimento di proprietà a favore del beneficiario, bensì solo un vincolo di destinazione (a termine) del bene oppignorato.

È facile convincersi, quindi, che in tal caso possa parlarsi di un'altra forma «anomala» di pegno, atteso che l'art. 45 del Regolamento mercati non fa altro che prevedere particolari modalità costitutive del contratto reale di pegno che non prevedono una *traditio* dei beni dal debitore al creditore beneficiario della garanzia. In questo senso, l'ordine di giroconto e la sua avvenuta esecuzione determinano la conclusione del contratto e la produzione degli effetti *erga omnes* dello stesso.

2. La prassi applicativa del pegno: pegno su titoli di credito e strumenti finanziari

³⁵ Per maggiori approfondimenti in merito alle modalità di costituzione di un vincolo su strumenti finanziari dematerializzati si veda *infra* paragrafo 2.1.

Il pegno nei rapporti creditizi e, più specificamente, in quelli finanziari si caratterizza in ragione della natura del bene oppignorato. Questi è infatti rappresentato, in tali settori, da titoli di credito e da strumenti finanziari, specie se non incorporati in documenti materiali.

Ai fini della presente trattazione, l'esame del pegno su strumenti finanziari occupa una posizione non solo preminente bensì essenziale, atteso che il bene "strumento finanziario" costituisce espressamente – assieme al "contante" – oggetto delle garanzie finanziarie ai sensi del d. lgs. n. 170/04³⁶.

È sin d'ora opportuno rilevare che, a seguito dell'entrata in vigore del d. lgs. 17 settembre 2007, n. 164 (c.d. Decreto MiFID)³⁷, anche il comma 2 dell'art. 1, t.u.f.³⁸, è stato radicalmente modificato dall'art. 1 del decreto MiFID stesso, con un intervento di ampia revisione.

Pertanto l'elenco degli strumenti finanziari attualmente contenuto nel t.u.f. differisce radicalmente da quello in esso previsto al momento dell'entrata in vigore del d. lgs. n. 170/04. Di guisa che, ai fini dell'applicazione di tale decreto, sarà necessario effettuare un'interpretazione coordinata e "logicamente" orientata, sia tenendo conto della *ratio* del d. lgs. n. 170/04 stesso, sia facendo riferimento, *ratione temporis*, alla elencazione prevista dal t.u.f. prima della data in cui il d. lgs. n. 170/04 è entrato in vigore (cioè il 30 luglio 2004).

Pertanto, mentre risulta indispensabile offrire una precisa analisi delle modalità di costituzione del pegno su tali beni, assume minore importanza (ai soli fini della presente trattazione) un'indagine sulla natura e l'inquadramento dogmatico dei titoli di credito e degli strumenti finanziari.

La disciplina del pegno su titoli di credito e strumenti finanziari può rintracciarsi in molteplici disposizioni previste dal nostro ordinamento

³⁶ Del quale si parlerà ampiamente *infra* nel Capitolo Terzo.

³⁷ Il Decreto MiFID è stato emanato in attuazione della Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 (c.d. Direttiva MiFID, acronimo di "*Markets in Financial Instruments Directive*"). La Direttiva MiFID costituisce un passo importante verso la costruzione di un mercato finanziario integrato, efficace e competitivo all'interno dell'Unione europea, inquadrandosi nel più ampio Piano di Azione per i Servizi Finanziari ("*FSAP*").

³⁸ Per t.u.f. si intende il d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52.

giuridico, senza potersi quindi distinguere come sistema unitario e armonico. Difatti, tale disciplina è collocata sia nel Codice civile, sia in numerose leggi speciali, decreti e regolamenti attuativi di settore. L'operatore è quindi obbligato ad effettuare un coordinamento tra le diverse fonti che possano avere rilievo sulla base della fattispecie in questione.

Il pegno su titoli di credito, ossia su documenti cartacei che incorporano diritti di credito (c.d. cartolarizzazione del diritto), non ha effetto se il vincolo stesso non si appone sul titolo, secondo la regola generale sancita dall'art. 1997 c.c., e se non vengono adempiute le formalità richieste dalla natura del titolo (*i.e.* al portatore, all'ordine o nominativo) e dalla sua legge di circolazione (cfr. rispettivamente artt. 2003 ss., 2008 ss. e 2021 ss. c.c.).

Invece, il pegno su titoli privi di tale supporto trova la sua disciplina nei più recenti interventi normativi nell'ambito delle disposizioni dirette a regolare la "dematerializzazione" e la "decartolarizzazione" degli strumenti finanziari (dei quali si dirà nel successivo paragrafo)

Nonostante il marginale rilievo che gli aspetti di carattere prettamente dogmatico assumono nell'indagine che si sta conducendo, si rende tuttavia necessario un inquadramento sommario della categoria degli strumenti finanziari alla luce della normativa speciale e dei più recenti sviluppi della prassi creditizia.

Invero, quella degli strumenti finanziari è una categoria composta di beni, materiali ed immateriali, e contratti, rispetto alla quale non è stato ancora risolto il problema della loro classificazione e definizione³⁹.

In tale prospettiva, la direttiva 93/22/CE⁴⁰ si è proposta di offrire un piano di regolamentazione dei mercati finanziari a livello europeo, con l'intento di promuovere anche in tale settore l'armonizzazione del diritto

³⁹ In merito si vedano, *ex plurimis*, COSTI, *Il mercato mobiliare*², Torino 2000, p. 8; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino 2001, p. 68; SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*³, Milano 2000, p. 164; BESSONE, *I mercati mobiliari*, Milano 2002, p. 49; SODA, *Definizioni*, in *Comm. Disc. intermediari e merc. fin.*, Padova 1997, p. 7; LENER, *Strumenti finanziari e servizi di investimento*, in *La riforma dei mercati finanziari*, Roma 1998, p. 73; CAMPOBASSO, *Definizioni*, in *Comm. t.u.f.*, Torino 2002, p. 3.

⁴⁰ La direttiva 93/22/CE del 10 maggio 1993 è stato il primo atto legislativo europeo di riforma sistematica e di armonizzazione del settore finanziario e dei servizi di investimento. Tale direttiva è stata attuata con d. lgs. del 23 luglio 1996, n. 425.

oggettivo nei Paesi dell'Unione Europea. Tale piano aveva quindi, come fine ultimo, quello di poter individuare e proporre gli "strumenti finanziari" come oggetto dei servizi di investimento (nel vanificato presupposto di una previa e uniforme definizione del concetto di strumento finanziario).

Ciononostante, le direttive comunitarie che si sono succedute non hanno ad oggi fornito una definizione di strumento finanziario, ma hanno unicamente proposto una pura elencazione degli stessi: tecnica legislativa tipica del diritto anglosassone ed ora mutuata dalla legislazione comunitaria.

Al fine di elaborare una definizione generale di tali strumenti e affinché le elencazioni stesse non rischiassero di restare arbitrarie ed equivocate, è sorta così la diversa e alternativa necessità di evidenziare, perlomeno, gli elementi comuni degli strumenti finanziari, la loro natura giuridica, le caratteristiche e i requisiti che permettano di considerarli come una categoria coerente, anche allo scopo – imposto dalla prassi – di superare le effettive contraddittorietà che minano tale materia, attese le diverse tradizioni giuridiche e sistematiche dei vari Stati membri dell'Unione Europea⁴¹.

Nel diritto positivo italiano il carattere tassativo della definizione di strumento finanziario può oramai ritenersi escluso⁴². Difatti, se l'elencazione prevista dall'art. 1, comma 2, t.u.f.⁴³, potrebbe far pensare ad

⁴¹ In merito alla difficoltà e al tentativo di elaborare una definizione di strumenti finanziari si vedano, *ex plurimis*, SODA, *op. cit.*, p. 7; CAMPOBASSO, *Definizioni*, in *Comm. Eurosim*, Milano 1997, p. 3; ID, *Definizioni*, in *Comm. t.u.f., cit.*, p. 3; BASSO, *Definizioni*, in *Comm. t.u. disp. intermed. fin.*, Milano 1998, p. 9; RESCIGNO P., *Definizioni*, in *Comm. t.u. disp. intermed. fin.*, Padova 1998, p. 5.

⁴² Così, DE VECCHIS, MASTROPAOLO E. M., MASTROPAOLO F., *op. cit.*, p. 1416; LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano 1998, p. 120; in senso contrario, si veda CARBONETTI, *Dai "valori mobiliari" agli "strumenti finanziari"*, in *Riv. soc.*, 1996, p. 1110, il quale, peraltro, se attribuisce carattere tassativo alla definizione italiana, riconosce che essa «trova importanti temperamenti nel modo in cui le singole sottoclassi sono a loro volta definite».

⁴³ A norma del comma 2, dell'art. 1, t.u.f. (nella sua versione aggiornata e modificata), per «strumenti finanziari» si intendono:

a) valori mobiliari (ai sensi del comma 1-bis, art. 1, t.u.f., per «valori mobiliari» si intendono categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio: a) le azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e certificati di deposito azionario; b) obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli; c) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permette di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle precedenti lettere; d) qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con

un *numerus clausus* degli strumenti finanziari, l'art. 18, comma 5, lett. a), t.u.f., prevede l'ampliamento della categoria in parola, allo scopo di evitare discrasie tra discordanti definizioni legali proprie di ogni ordinamento giuridico⁴⁴.

riferimento ai valori mobiliari indicati alle precedenti lettere, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure);

b) strumenti del mercato monetario (ai sensi del comma 1-ter, art. 1, t.u.f., per «strumenti del mercato monetario» si intendono categorie di strumenti normalmente negoziati nel mercato monetario, quali, ad esempio, i buoni del tesoro, i certificati di deposito e le carte commerciali);

c) quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio;

d) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

e) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto;

f) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione;

g) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati alla lett.

f), che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini;

h) strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito;

i) contratti finanziari differenziali;

j) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini 21.

⁴⁴ L'art. 18, comma 5, lett. a), t.u.f., prevede che «il Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la CONSOB: a) può individuare, al fine di tenere conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle Autorità comunitarie, nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi di investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti sottoposti a forma di vigilanza prudenziale posso esercitare i nuovi

Ciò premesso, al fine di meglio comprendere il rapporto tra strumenti finanziari e titoli di credito, risulta opportuno chiarire che alcuni strumenti finanziari appartengono “concettualmente” alla categoria dei titoli di credito, ovverosia: le azioni, alle quali possono essere equiparati gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio; le obbligazioni, alla cui categoria possono essere equiparati i titoli di Stato, altri titoli di debito, i titoli normalmente negoziati sul mercato monetario (cioè titoli la cui durata sia inferiore a 12 mesi, come per esempio i buoni del tesoro e le cambiali finanziarie); gli strumenti finanziari, negoziabili sul mercato dei capitali, previsti dal codice civile (quali ad esempio gli strumenti finanziari emessi dalle S.p.A. ai sensi dell’art. 2346, comma 6, c.c. – categoria introdotta dalla recente riforma delle società di capitali – a fronte dell’apporto da parte dei soci o di terzi di opere e servizi); i titoli normalmente negoziati che permettono di acquisire gli strumenti finanziari dianzi menzionati (ad es. i *warrants*, sia su altri strumenti finanziari, sia su indici).

Anche alle quote di partecipazione ai fondi comuni di investimento, qualora siano emessi nella forma di certificati individuali (e non di certificati cumulativi), la dottrina e la giurisprudenza dominante⁴⁵

servizi; b) adotta le norme di attuazione e di integrazione delle riserve di attività previste dal presente articolo, nel rispetto delle disposizioni comunitarie».

⁴⁵ Si veda, per tutti, LENER, *Commento all’art. 3 legge n. 77/1983*, in *Leggi civ. comm.*, 1984, p. 413. In giurisprudenza si segnalano Trib. Verona 10 maggio 1994, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, II, p. 749, e la successiva sentenza di App. Venezia 18 novembre 1998, nonché la relativa sentenza di Cass. 14 luglio 2003, n. 10990, concordi nel ritenere che la singola quota sia da considerare un titolo di credito. La lett. j) del comma 1, art. 1, t.u.f., precisa che il patrimonio di un fondo comune di investimento «può essere raccolto mediante una o più emissioni di quote»; tali quote sono rappresentate da certificati nominativi o al portatore. Ebbene, proprio con riguardo ai certificati rappresentativi di quote di fondi comuni, è necessario precisare che gli stessi possono consistere in certificati individuali ovvero cumulativi: i certificati individuali rappresentano una quota il cui titolare è un singolo investitore, mentre i certificati cumulativi sono emessi in rappresentanza delle quote di spettanza di più investitori. *Nulla quaestio* circa la natura di titoli di credito (oltre che di strumenti finanziari) delle quote di fondi comuni di investimento rappresentate da certificati individuali. Invero, le citate sentenza si sono sempre riferite a tale ipotesi. Il dubbio si è invece posto per l’ipotesi in cui le quote fossero rappresentate da certificati cumulativi. Una non risalente sentenza della Supreme Corte (Cass. 14 luglio 2003, n. 10990), ma comunque l’ultima che ha affrontato l’argomento specifico, ha affermato che «la partecipazione a un fondo comune di investimento, in mancanza di un certificato individuale, autonomo e separato, costituisce un credito e non un titolo di credito nei confronti del fondo stesso, giacché il certificato cumulativo non incorpora il diritto alla prestazione né può circolare limitatamente ad uno dei soggetti partecipanti al fondo». Tale statuizione pertanto, oltre che confermare implicitamente l’orientamento secondo cui le

riconoscono natura di titoli di credito di massa, in quanto esse, nella forma di certificati nominativi o al portatore (la scelta tra le due forme di circolazione è rimessa al titolare della quota del fondo comune ai sensi dell'art. 36, comma 8, t.u.f.), nel rappresentare l'intero rapporto contrattuale del detentore, incorporano quindi anche il credito alle prestazioni previste dal fondo.

Giova segnalare che, tuttavia, la disciplina codicistica prevista per i titoli di credito, nel caso in cui le quote di un fondo comune non siano quotate in un mercato regolamentato, dovrà essere integrata e coordinata con le previsioni delle normative di settore attinenti la possibilità di depositare un certificato unico presso una banca depositaria⁴⁶. Mentre, qualora siano quotate, dovrà integrarsi e coordinarsi con la disciplina della dematerializzazione e della decartolarizzazione presso la Monte Titoli S.p.A.⁴⁷

Fermo quanto appena evidenziato, si deve segnalare che, per espressa previsione dell'art. 28 del c.d. Decreto Euro⁴⁸, i summenzionati strumenti finanziari perderebbero la loro natura di titoli di credito qualora venissero «negoziati o destinati alla negoziazione sui mercati regolamentati».

Inoltre, la medesima sorte toccherebbe a quegli strumenti finanziari che venissero “dematerializzati” o “decartolarizzati”, per l'evidente rilievo che verrebbe a mancare il carattere peculiare dei titoli di credito, ossia la c.d. cartolarizzazione del diritto.

Alla luce delle suesposte considerazioni è facile convincersi che la categoria degli strumenti finanziari non può coincidere *tout court* con quella dei titoli di credito; tali categorie ben possono tuttavia (concettualmente)

quote di un fondo comune, ove rappresentate da un certificato individuale, possano a ragione qualificarsi come titolo di credito, chiarisce che, al contrario, tali quote, ove siano rappresentate da certificati cumulativi o collettivi, non possono essere inquadrate nella categoria dei titoli di credito, bensì in quella dei crediti, per le ragioni innanzi accennate dalla richiamata sentenza.

⁴⁶ A tal riguardo si vedano gli artt. 1 e 2 di cui al Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005, Tit. V, Cap. VI

⁴⁷ Si veda *infra* il paragrafo 2.1.

⁴⁸ Per Decreto Euro si intende il d. lgs. 24 giugno 1998, n. 213, "Disposizioni per l'introduzione dell'EURO nell'ordinamento nazionale, a norma dell'articolo 1, comma 1, della legge 17 dicembre 1997, n. 433", pubblicato nella *Gazzetta Ufficiale* n. 157 dell'8 luglio 1998.

sovrapporsi, ma solo in parte, in quanto alcuni strumenti finanziari possono, per le ragioni anzidette, essere qualificati anche come titoli di credito (a condizione ovviamente che sia rispettato e persista il requisito della incorporazione del diritto nel titolo “materiale”).

In ultima analisi, dunque, si può affermare che gli strumenti finanziari di cui alle lettere da a) a c) del comma 2, art. 1, t.u.f., come modificato e integrato, esclusi pertanto gli strumenti finanziari c.d. derivati di cui alle lettere da d) a j) della medesima norma, siano concettualmente dei titoli di credito.

Tutto ciò chiarito, onde offrire un tentativo di esemplificazione delle linee portanti del sistema in esame, è opportuno proporre una ripartizione del dato normativo, sulla base del quale sarà condotta la trattazione dello specifico argomento in esame.

Da un lato, si collocano le disposizioni afferenti i titoli di credito *stricto sensu*, in quanto (ancora) incorporati in documenti “materiali” (inclusi quindi anche gli strumenti finanziari che siano qualificabili come titoli di credito), dall’altro quelle relative sia agli strumenti finanziari non più rappresentati nella loro materialità documentale (ossia gli strumenti “decartolarizzati”), sia agli strumenti finanziari privi *ab origine* di tale “materialità” (ossia gli strumenti “dematerializzati”).

Nella trattazione di tale seconda categoria, si farà riferimento alla sola categoria degli strumenti finanziari, in quanto trattasi di diritti o “valori”⁴⁹ privi di supporto documentale e quindi non più qualificabili anche come titoli di credito.

⁴⁹ Per fini di completezza espositiva si rende opportuno accennare anche alla categoria dei “valore mobiliare” (categoria dai confini mutevoli che può dirsi “riesumata”), vagamente definita dal comma 1-*bis*, art. 1, t.u.f., (al riguardo, si veda la nota n. 43) pur secondo la detta tecnica elencativi degli strumenti finanziari. In merito si vedano COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Tratt. Cottino*, VIII, Padova 2004, p. 29; SALAMONE, *La nozione di «strumento finanziario» tra unità e molteplicità*, in *R. dir. comm.*, 1998, I, p. 734; PARTESOTTI, *Lezioni sui titoli di credito*⁴, Bologna 1997, p. 127; CARBONETTI, *op. cit.*, p. 1108. Si deve rilevare che la categoria dei “valori mobiliari”, se da un lato è stata espressamente prevista dal t.u.f. quale nozione a sé stante, dall’altro tale categoria è stata inclusa tra le ipotesi elencate di strumenti finanziari, segnatamente alla lett. a), comma 2, art. 1, t.u.f. Di talché, i valori mobiliari costituiscono *de facto* una sub-categoria degli strumenti finanziari, perdendo così una propria autonoma effettiva rilevanza (sempre ai fini della presente trattazione). Pertanto, non si farà appressa menzione dell’autonoma categoria dei valori mobiliari, poiché già inclusi in quella di strumenti finanziari.

Atteso l'ambito di esame del presente lavoro, non si procederà – invece – alla descrizione delle modalità di costituzione del pegno su titoli di credito⁵⁰, poiché la relativa disciplina codicistica non presenta particolari problematiche, né tanto meno tale eventuale analisi potrebbe assumere rilevanza ai fini di quanto ci si è proposti nel Capitolo Primo nel presentare il percorso di indagine della presente trattazione.

Tale ripartizione si spiega in ragione di esigenze prettamente espositive, atteso che ai fini del precipuo ambito di esame del presente lavoro non assume concreta importanza chiarire e individuare la natura giuridica delle richiamate tipologie dogmatiche, quanto, piuttosto, la possibilità e le modalità con cui possa costituirsi un vincolo pignoratorio sulle stesse (salvo che le normative di settore limitino il proprio ambito oggettivo di applicazione a specifiche categorie).

Generalmente si afferma⁵¹ che gli elementi caratterizzanti gli strumenti finanziari non derivati – che normalmente e concettualmente costituiscono titoli di credito, come si è detto – consistano nella loro negoziabilità sul mercato dei capitali⁵² o nella loro “normale negoziazione” sul medesimo mercato⁵³. È bene precisare che con la locuzione “mercato dei capitali” (da intendersi come l'insieme di emissioni e negoziazioni di titoli che rappresentano prestiti monetari e di finanziamenti con vincolo di credito e/o di capitale) si allude non solo ai mercati regolamentati, bensì anche a quelli *Over The Counter*⁵⁴.

Si deve infine precisare che quando una determinata normativa di settore fa generico riferimento agli «strumenti finanziari», non è sempre

⁵⁰ Basti rilevare che il pegno su titoli di credito, ossia su documenti cartacei che incorporano diritti di credito, non ha effetto se il vincolo stesso non si appone sul titolo, secondo la regola generale sancita dall'art. 1997 c.c., e se non vengono adempiute le formalità richieste dalla natura del titolo (*i.e.* al portatore, all'ordine o nominativo) e dalla sua legge di circolazione (cfr. rispettivamente artt. 2003 ss., 2008 ss. e 2021 ss. c.c.).

⁵¹ Si vedano, in particolare, COSTI, ENRIQUES, *op. cit.*, p. 38; LIBONATI, *op. cit.*, p. 45; SALAMONE, *op. cit.*, p. 736.

⁵² Si vedano le lett. *a)*, *b)* e *b-bis)* di cui al comma 2, dell'art. 1, t.u.f.

⁵³ Si vedano le lettere *d)* ed *e)* di cui al comma 2, dell'art. 1, t.u.f.

⁵⁴ I mercati *Over The Counter* (i cc.dd. mercati OTC) sono caratterizzati dal non avere i requisiti riconosciuti ai mercati regolamentati. Sono quindi dei mercati in cui la negoziazione dei titoli si svolge al di fuori dei circuiti borsistici ufficiali. A tal riguardo si veda lo studio di BRUNO, ROZZI, *La collateralizzazione degli strumenti finanziari derivati OTC («over the counter») in Italia*, in *Le società*, 2007, p. 1225.

possibile che essa sia applicabile a tutte le categorie di cui al comma 2, art. 1, t.u.f.

Quest'ultimo rilievo conferma l'assunto secondo cui non possa affermarsi l'esistenza di una nozione comune e univoca della categoria degli strumenti finanziari. Questa si atteggerà, e dovrà intendersi, diversamente in ragione della *ratio* perseguita dalla specifica normativa nella quale tale categoria è contemplata⁵⁵.

2.1. Il pegno su strumenti finanziari privi del supporto “materiale”: in particolare, la costituzione del vincolo pignoratorio su titoli “dematerializzati” e “decartolarizzati”

Alla luce delle considerazioni anticipate nel paragrafo 2 che precede, si procederà ora all'esame degli strumenti finanziari non supportati da documenti “materiali” secondo quanto previsto dalla normativa speciale e dalla prassi creditizia del mercato italiano.

Facendo quindi riferimento alle modalità con cui può costituirsi il pegno sugli strumenti finanziari espressamente disciplinati dalla normativa speciale, si possono individuare quattro sub-categorie di pegno la cui costituzione differisce da quella ordinaria prevista dal Codice civile.

A) pegno di strumenti finanziari “decartolarizzati” accentrati presso una società di gestione accentrata (i.e. la Monte Titoli S.p.A.)

Di regola, se presso un intermediario vengono depositati singoli, alcuni ovvero tutti i titoli di un'emissione, ciò non incide sulla natura del contratto di deposito (regolare) in custodia ed amministrazione dei titoli stessi. I diritti del proprietario e le modalità di costituzione del pegno su di essi non differiranno dalle procedure previste dal codice civile relative ai titoli di credito nominativi.

Pertanto, per attuare il pegno su tali titoli sarà necessario, alternativamente, l'annotazione del pegno a cura dell'emittente direttamente

⁵⁵ In tal senso si veda SALAMONE, *op. cit.*, p. 718.

sul titolo (art. 1997 c.c.) e sul registro dell'emittente stesso (art. 2024 c.c.) oppure la consegna al ricevente pegno del titolo girato, con clausola in garanzia o altra equivalente (art. 2026 c.c.)⁵⁶.

Diversamente, se l'intermediario dovesse specificare espressamente nel contratto di deposito con il proprio cliente depositante che i titoli ricevuti saranno sub-depositati presso una società di gestione accentrata (ad oggi la sola Monte Titoli S.p.A.⁵⁷), troverà applicazione la disciplina di cui agli artt. 85 ss. t.u.f., già prevista dalla legge del 19 giugno 1986, n. 289 ("Disposizioni relative all'amministrazione accentrata di valori mobiliari attraverso la Monte Titoli S.p.A."), ed espressamente abrogata dal comma 1, lett. y), art. 214 t.u.f.

Se invece l'intermediario si riservasse la facoltà di sub-depositare gli strumenti finanziari presso altro intermediario (non avente la struttura di società di gestione accentrata), allora continuerà ad applicarsi la disciplina codicistica innanzi richiamata.

Giova rammentare che a lungo la dottrina ha dibattuto su come qualificare il deposito con facoltà di sub-deposito presso una società di gestione accentrata (se deposito regolare ovvero irregolare) e quindi quale diritto soggettivo riconoscere al depositante (piena proprietà ovvero diritto di credito)⁵⁸.

⁵⁶ Per tutti si veda CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, III, *Contratti. Titoli di credito. Procedure concorsuali*², Torino 1998, p. 216.

⁵⁷ Sebbene al momento la sola Monte Titoli S.p.A. sia legittimata ad offrire tale servizio, nel futuro potrebbero costituirsi altre società di gestione accentrata in concorrenza tra loro ovvero società di gestione accentrata costituite presso altri Paesi della UE potrebbero offrire, in regime di libera prestazione di servizi, gli stessi servizi (art. 80 t.u.f.).

⁵⁸ Per un *escursus* sulle fasi di evoluzione del sistema legislativo riguardante il deposito di titoli nella gestione accentrata si veda CIAN, *Titoli dematerializzati e circolazione «cartolare»*, Milano 2001, p. 46; GABRIELLI, *Il pegno*, in *Tratt. Sacco*, Torino 2005, p. 225. Per fini di completezza, pare opportuno ricordare che l'art. 3 della legge n. 289/86 definiva espressamente il contratto mediante il quale venivano (e ancora vengono) immessi nel sistema di gestione quale contratto di deposito regolare e che la dottrina lo qualificava come "deposito alla rinfusa", in quanto determinava la conversione del diritto sulla specie in diritto di partecipazione *pro quota* alla massa accentrata e permetteva al depositario di restituire ai singoli depositanti titoli di specie diverse da quelle depositate. Con riguardo invece alla natura dell'oggetto della garanzia, secondo una parte della dottrina con il deposito in gestione accentrata si produceva la trasformazione del preesistente diritto di proprietà in un diritto di proprietà per quantità; altri attribuivano rilevanza al rapporto fiduciario ed alla mancanza di individuazione dei titoli dopo il loro deposito, di talché l'oggetto del pegno doveva così essere qualificato come diritto di credito riguardante cose mobili (GUALANDI, *Il Monte Titoli. Le operazioni*, Milano 1983, p. 135); altri ancora

La dottrina dominante⁵⁹ qualifica tale deposito come deposito regolare, e parte di essa sostiene peraltro che debba alludersi ad una “confusione in massa” dei titoli depositati (similmente alla definizione di “deposito alla rinfusa” come proposto dalla dottrina che per prima si interessò di tale aspetto sotto la vigenza della legge n. 289/86).

La modalità di costituzione di un pegno sui titoli depositati presso la società di gestione accentrata, differisce da quella prevista dal codice civile e si attua secondo le regole previste dall’art. 87 t.u.f.

Secondo la normativa richiamata, i vincoli già apposti sui certificati depositati ed accentrati vengono trasferiti sui diritti del depositante a seguito

sostenevano che i depositanti rimanevano «titolari di diritti per la specie e quantità di titoli da ciascuno depositati» (PAVONE LA ROSA, *La gestione accentrata di valori mobiliari: sua incidenza sulla circolazione cartolare dei titoli*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1988, I, p. 302). Giova infine ricordare che, prima dell’abrogazione da parte del comma 1, lett. aa), art. 214 t.u.f., il legislatore aveva istituito un sistema di gestione centralizzata dei soli titoli di Stato a cura della Banca d’Italia a norma, prima, della legge 2 gennaio 1991, n. 1, e del d.m. 27 maggio 1993, “Disposizioni sulla gestione centralizzata dei titoli di stato”, poi, del d.m. 5 gennaio 1995, “Ulteriori disposizioni sulla gestione centralizzata dei titoli di Stato”. Tale sistema, che disciplinava unicamente la “smaterializzazione della circolazione” dei titoli del debito pubblico – attesa l’ampio ricorso che se ne faceva nel mercato dei capitali –, andava quindi a integrare il sistema di gestione previsto dalla legge del 19 giugno 1986, n. 289 (“Disposizioni relative all’amministrazione accentrata di valori mobiliari attraverso la Monte Titoli S.p.A.”), abrogato e sostituito dal t.u.f.

⁵⁹ A tal riguardo si vedano MASTROPAOLO F., *Deposito di titoli a custodia o in amministrazione*, in *Dig. disc. priv. – sez. comm.*, IV, Torino 1989, p. 263; GUALANDI, *Nota di commento a l. 19 giugno 1986, n° 289 – Disposizioni relative all’amministrazione accentrata di valori mobiliari attraverso la Monte Titoli S.p.A.*, in *Giur. comm.*, 1986, I, p. 815; OPPO, *Una svolta dei titoli di massa (il progetto Monte Titoli)*, in *Riv. dir. civ.*, 1986, I, p. 20, il quale individua nelle operazioni di deposito e sub-deposito un negozio di deposito regolare, poiché, se da un lato la fungibilità è un requisito dei titoli in questione, il consenso a prelevare dalla massa stessa i titoli da restituire non equivale ad una attribuzione della facoltà di disporre, la sola facoltà idonea a modificare il diritto del cliente da diritto reale in diritto di credito. Viene peraltro affermato che il rapporto tra i vari depositanti assume la natura di comunione del diritto sulla totalità dei titoli depositati, sulla base del quale il singolo depositante rimane proprietario pro quota dei beni (depositati e da specificare al momento della restituzione). Infine, il medesimo Autore, precisa che il sistema di deposito presso la Monte Titoli S.p.A., ferma la natura di deposito regolare, configura anche una confusione dei titoli depositati nella massa. Tale confusione permetterebbe dunque al depositario di restituire analoghi titoli, senza però avere la facoltà di disporre. Ulteriori spunti sono ampiamente offerti da MINERVINI, *Note sul contratto di deposito nel sistema Monte Titoli*, in *Dir. bancario*, 1990, I, p. 272; ANGELICI, *La legittimazione dell’azionista nel sistema Monte Titoli*, in *Riv. dir. civ.*, 1988, I, p. 254; ID., *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Tratt. Colombo Portale*, II, t. 1, Torino 1991, p. 273. Anche gli Autori per ultimi citati, nel sostenere che trattasi di deposito regolare, affermano conseguentemente che debba escludersi la possibilità di confusione tra i titoli dell’intermediario e della Monte Titoli S.p.A. con quelli dei singoli depositanti.

della girata alla società di gestione accentrata. Dopo l'abrogazione del primo comma dell'art. 87 t.u.f., sostituito con un rinvio alle disposizioni dell'art. 34, Decreto Euro, ad opera del d. lgs. n. 170/04, il pegno ed altri vincoli sui titoli depositati non devono più essere annotati su di un registro all'uopo previsto e dedicato e tenuto secondo le regole prescritte dagli artt. 2215 ("Libro giornale e libro degli inventari"), 2216 ("Contenuto del libro giornale") e 2219 ("Tenuta della contabilità"). Sarà così ora sufficiente l'annotazione in conto operata dall'intermediario, alla stregua di quanto egli compie ai sensi dell'art. 34, Decreto Euro⁶⁰.

Eventuali riferimenti a vincoli apposti sul titolo si ritengono non apposti e «di ciò è fatta menzione sul titolo» (art. 87, comma 1, t.u.f.), sia in omaggio alla disciplina dei titoli di credito, per cui qualunque vincolo o modifica al regime di circolazione del titolo deve risultare direttamente su di esso, sia per rendere omogenei e fungibili i singoli titoli immessi nel deposito in massa (secondo la dottrina preferibile).

Per i titoli già accentrati i vincoli si costituiscono sempre con registrazione in conto, salvo l'obbligo di comunicazione entro tre giorni all'emittente dei titoli nominativi per le relative annotazioni (art. 87, commi 2 e 4, t.u.f.).

Nel caso di ritiro dei titoli dal deposito accentrato, qualora i diritti del ritirante fossero gravati da un vincolo, sul titolo o sui titoli «prelevati» dalla massa depositata si annoterà il vincolo in quel momento esistente e la data di sua creazione, permettendo di nuovo una normale e completa circolazione cartolare (art. 87, comma 3, e art. 88 t.u.f.).

Come è stato innanzi rilevato, il sistema tratteggiato dal t.u.f. in materia di deposito presso una società di gestione accentrata è stato elaborato in modo da evitare la circolazione della *chartulae*: si parla appunto di "decartolarizzazione" (o di "dematerializzazione debole")⁶¹,

⁶⁰ Si veda *sub D*), in particolare la nota n. 77.

⁶¹ In particolare si veda, LENER, *La «dematerializzazione» dei titoli azionari e il sistema Monte Titoli*, Milano 1989, p. 23, il quale precisa che per "dematerializzazione forte" si intende l'eliminazione di qualunque supporto materiale dello strumento finanziario, mentre per "dematerializzazione debole" si intende la "decartolarizzazione", che si caratterizza per la necessaria immobilizzazione dei titoli presso una società di gestione accentrata, senza che quindi ricorra l'eliminazione di ogni supporto materiale, attesa la previsione degli artt. art. 87, comma 3, e art. 88 t.u.f. per il caso di ritiro dei titoli

piuttosto che di “dematerializzazione”. Si deve infatti evidenziare che con l’accentramento, affinché possa costituirsi un diritto reale sui titoli, non solo non si dà più luogo alla circolazione cartolare, e quindi al trasferimento della titolarità del titolo (che resta “immobilizzato” presso la società di gestione accentrata, senza che quindi ricorra la definitiva eliminazione di ogni supporto cartaceo) per mezzo della consegna (se al portatore) ovvero per mezzo della girata (se nominativo, oltre alle annotazioni sul registro dell’emittente), ma si è addirittura ideato un sistema coerente con le modalità di circolazione del titolo “decartolarizzato”.

Ciò precisato, non si può che abbracciare l’affermazione secondo cui la disciplina del pegno su strumenti finanziari accentrati presso la Monte Titoli S.p.A., analogamente alla disciplina del pegno su strumenti finanziari dematerializzati (di cui *infra*), è una disciplina speciale che non risente né della qualifica del diritto sul titolo e quindi della riconducibilità alla categoria del pegno di beni mobili o di crediti, né della qualifica dello strumento finanziario come bene materiale o immateriale.

B) pegno di strumenti finanziari “dematerializzati” presso la Monte Titoli S.p.A.

Ricopre una posizione di preminenza, in ragione dell’ampio utilizzo che se ne fa nella prassi applicativa del pegno – e del pegno rotativo, di cui si tratterà di seguito –, il pegno di strumenti finanziari dematerializzati presso la Monte Titoli S.p.A. in buona parte disciplinato dal Decreto Euro⁶².

Si deve precisare che la fattispecie in esame si compone, più precisamente, di due ipotesi: *i*) pegno di strumenti dematerializzati *ex art. 45* Regolamento mercati e *ii*) pegno sul «valore dell’insieme» *ex art. 46* Regolamento mercati.

dal deposito accentrato. Di qui è invalso l’uso dell’espressione titoli “decartolarizzati”, dei quali si tratta nel presente paragrafo.

⁶² In generale, sull’argomento, si veda CALLEGARI, *Il pegno su titoli dematerializzati*, Milano 2004, *passim*. Per un esame in merito al sistema di dematerializzazione e, in particolare, al sistema di circolazione dei titoli dematerializzati si veda CIAN, *op. cit.*, *passim*. Nonché CALLEGARI, *Note in tema di dematerializzazione*, in *G. it.*, 2001, p. 86.

Fatta questa precisazione, è opportuno procedere ad un breve esame della normativa speciale che disciplina il pegno in oggetto. Siffatta disciplina trae la propria fonte principale dal comma 1, art. 28, Decreto Euro, il quale prevede che agli strumenti finanziari negoziati o destinati alla negoziazione sui mercati regolamentati non potrà più applicarsi la disciplina codicistica dedicata ai titoli di credito, in quanto essi non possono più essere rappresentati da titoli cartolari. Tali strumenti devono ora invece essere iscritti (piuttosto che originariamente emessi in forma “materiale”) su speciali conti e sub-conti intestati all’emittente e agli intermediari abilitati in quanto possono intrattenere rapporti con la Monte Titoli S.p.A. Il comma 2 del medesimo articolo del Decreto Euro ha poi demandato alla normativa secondaria (mediante rinvio al successivo art. 36, il quale prevede che la CONSOB, d’intesa con la Banca d’Italia, emetta un regolamento attuativo delle disposizioni del Decreto Euro stesso) l’individuazione di altre categorie di strumenti finanziari (che non siano previsti dal Libro IV, Titolo V, del Codice Civile) da dematerializzare.

In attuazione del summenzionato art. 36 Decreto Euro, il Regolamento mercati ha, tra le tante materie regolamentate, disciplinato più dettagliatamente sia le regole di dematerializzazione, sia le regole per la costituzione dei vincoli (essenzialmente pegno e usufrutto) sugli strumenti dematerializzati.

In ossequio al combinato disposto degli artt. 28, comma 2, e 36 Decreto Euro, l’art. 22 Regolamento mercati ha elencato gli strumenti finanziari ammessi al sistema di dematerializzazione, ossia: azioni, altri titoli rappresentativi di capitale di rischio, obbligazioni, altri titoli di debito, tutti negoziati o negoziabili sul mercato dei capitali; quote di fondi comuni di investimento; titoli normalmente negoziati sul mercato monetario; altri titoli normalmente negoziati che permettono di acquisire gli strumenti finanziari di cui sopra, i titoli di Stato⁶³ e i relativi indici.

Oltre a quanto disposto dal richiamato art. 28 Decreto Euro, il comma 2 dell’art. 23 Regolamento mercati, ha previsto che qualunque emissione accentrata presso una società di gestione accentrata (al momento

⁶³ In merito alla previgente disciplina dei titoli di Stato depositati nella gestione centralizzata della Banca d’Italia, si veda *supra* nota n. 58.

la sola Monte Titoli S.p.A.) debba essere dematerializzata se: *i*) l'emittente abbia altri strumenti finanziari quotati in Italia, oppure, *ii*) l'emissione di obbligazioni o di altri titoli di debito sia di importo nominale superiore a Euro 150 milioni (c.d. "dematerializzazione obbligatoria per legge"), oppure *iii*) l'emittente di strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante sia ricompreso nell'elenco di cui all'art. 108, comma 2, Regolamento emittenti⁶⁴ (c.d. "dematerializzazione obbligatoria per regolamento"). Sono invece escluse espressamente dall'obbligo di dematerializzazione le emissioni bancarie di importo inferiore ad Euro 150 milioni.

Il comma 3, di contro, prevede il c.d. "regime di dematerializzazione volontaria", in ragione del quale l'emittente può volontariamente decidere di accentrare in regime di dematerializzazione le proprie emissioni, pur non avendo i requisiti prescritti dal suddetto comma 2⁶⁵.

Infine, l'art. 24 Regolamento mercati ha dettagliatamente elencato la categoria degli intermediari abilitati all'apertura dei conti e sub-conti presso la società di gestione accentrata (comma 1), sia per gli strumenti finanziari di propria pertinenza (cioè quelli di cui sia titolare), sia per quelli di pertinenza di terzi (comma 3).

Fatta questa doverosa introduzione alla normativa di riferimento, è ora possibile tratteggiare la disciplina relativa, prima, al pegno di strumenti dematerializzati *stricto sensu* e, a seguire, al pegno sul «valore dell'insieme» di strumenti finanziari dematerializzati.

L'art. 34, comma 1, Decreto Euro, prevede tassativamente che il pegno (*rectius*, tutti i vincoli) sugli strumenti finanziari dematerializzati, compresi i titoli di Stato⁶⁶ (cfr. art. 39, Decreto Euro), si può costituire solo

⁶⁴ Regolamento attuativo del t.u.f. concernente la disciplina degli emittenti adottato dalla CONSOB con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successivamente modificato e integrato. Il citato comma 2 dell'art. 108, recita: «La Consob pubblica l'elenco aggiornato degli emittenti strumenti finanziari diffusi tramite strumenti anche informatici di diffusione delle informazioni».

⁶⁵ La riportata tripartizione delle ipotesi di "dematerializzazione", obbligatoria per legge, obbligatoria per regolamento e volontaria, viene così proposta da LIBONATI, *op. cit.*, p. 121.

⁶⁶ È opportuno precisare che il regime di attuazione del vincolo pignoratorio su titoli dematerializzati regolato dall'art. 34, comma 1, Decreto Euro, e dagli artt. 45, 46 e 54 Regolamento mercati, è stato esteso anche titoli di Stato dall'art. 39 Decreto Euro.

attraverso la registrazione su apposito conto tenuto dall'intermediario abilitato. L'elaborazione della relativa normativa attuativa viene tuttavia rimandata alla normativa secondaria. Di talché, l'art. 45, Regolamento mercati, ha disciplinato la «costituzione dei vincoli sugli strumenti finanziari» prevedendo che la loro costituzione non può che effettuarsi in via contabile, data l'immaterialità degli strumenti finanziari oggetto del vincolo. Difatti, atteso che lo strumento finanziario non è più rappresentato da un titolo cartaceo avente natura di bene mobile corporale in cui il credito è incorporato, bensì da un diritto annotato su di un registro elettronico, il pegno su tali strumenti potrà costituirsi unicamente grazie alla collaborazione di più soggetti coinvolti nella gestione accentrata (sì come avviene per la relativa emissione e cessione), e segnatamente: la società di gestione accentrata (ora la Monte Titoli S.p.A.) e l'intermediario finanziario.

L'operazione di costituzione del pegno sarà quindi così strutturata: sul conto dell'intermediario finanziario, tenuto presso la Monte Titoli S.p.A. e del quale il titolare degli strumenti finanziari è il legittimo titolare, sono scritturati gli strumenti finanziari di pertinenza del titolare stesso; previa richiesta di quest'ultimo, l'intermediario finanziario aprirà un nuovo c.d. conto vincoli (anche questo di pertinenza del titolare), ove sarà indicato il nome del titolare, la specie dello strumento finanziario oggetto di vincolo, la quantità di strumenti finanziari sottoposti a vincolo, la natura del vincolo (*inter alia*, pegno), la causale del vincolo e il beneficiario del vincolo (ossia, il creditore pignoratorio in caso di costituzione di garanzia pignoratoria), oltre agli eventuali accordi accessori tra il beneficiario e titolare-costituente⁶⁷.

Provveduto quindi alla procedura costitutiva del pegno mediante registrazione sul conto vincoli, ai sensi dell'art. 34, comma 3, Decreto Euro,

⁶⁷ Si deve osservare che tra gli elementi che devono essere indicati nel conto vincoli, ai fini della costituzione di un pegno su strumenti finanziari dematerializzati, non è prevista l'«obbligazione garantita», con ciò ingenerando nel lettore il concetto di «autonomia», proprio del c.d. contratto autonomo di garanzia, nonché il dubbio che trattasi di deroga alle prescrizioni di cui all'art 2787 c.c. Di converso, è stato fatto notare che «l'indicazione dell'esatto numero di strumenti finanziari fanno venire meno le indicazioni espresse da Cass., 14 giugno 2000, n. 8107, in *Riv. not.*, 2001, II, p. 492, vigente il precedente sistema (con accentramento presso la Banca d'Italia)», si veda DE VECCHIS, MASTROPAOLO E. M., MASTROPAOLO F., *op. cit.*, p. 1447, nota n. 76.

e dell'art. 35, comma 2, Regolamento mercati, l'intermediario deve comunicare (entro tre giorni dalla trascrizione) agli emittenti o all'emittente, la costituzione del vincolo e l'estratto delle scritture di registrazione. Dunque, l'intermediario non dovrà più provvedere all'iscrizione del vincolo sul registro secondo quanto previsto dagli artt. 2215, 2216 e 2219 c.c. (come era disposto dall'art. 87 t.u.f.) riportando gli stessi elementi innanzi menzionati, poiché tale attività sarebbe, a ben vedere, un'inutile duplicazione dell'attività già effettuata al momento dell'apertura del conto vincoli.

Ciò delineato, si può ora passare alla trattazione della costituzione di pegno sul c.d. valore dell'insieme.

In parziale deroga del combinato disposto del comma 1, art. 34, Decreto Euro, e dell'art. 45 Regolamento mercati, il comma 2 dell'art. 34, Decreto Euro, in ragione della modalità di registrazione, prevede che possa essere costituito un pegno su strumenti finanziari dematerializzati senza che venga fatto riferimento alla loro specie o al loro numero, rilevando invece il loro valore complessivo.

Anche in tal caso, il decreto in parola demanda alla normativa secondaria la disciplina regolamentare di tale pegno.

Sostanzialmente il Decreto Euro prevede la costituzione di appositi «conti destinati a consentire la costituzione di vincoli sull'insieme degli strumenti finanziari in essi registrati», con ciò intendendosi fare riferimento alla costituzione di pegno (*rectius*, vincoli) sul valore complessivo di tali strumenti finanziari, piuttosto che ai titoli stessi a norma del comma 1 dell'art. 34 del medesimo decreto. Si deve inoltre evidenziare che tale fattispecie può configurarsi solo con limitato riferimento a quegli strumenti finanziari – non solo dematerializzati, ma anche decartolarizzati presso la Monte Titoli S.p.A. – che siano stati registrati su tali “conti destinati”. Ebbene, sembra chiaro che la registrazione di strumenti finanziari in tali conti attribuisca loro l'idoneità giuridica all'applicazione di una disciplina ulteriormente particolare imprimendo di fatto agli stessi un vincolo di destinazione.

Giova segnalare che solo a seguito dell'entrata in vigore del d. lgs. n. 170/04 (il cui art. 11, comma 1, ha abrogato sia il secondo periodo del

comma 1 dell'art. 87, t.u.f., sia il primo periodo del comma 2 dello stesso art. 87, sostituendoli con un rinvio *tout court* all'art. 34, Decreto Euro) sembra ora pacifico che gli strumenti finanziari “decartolarizzati” ai sensi degli artt. 85 ss. t.u.f. (vedi *supra sub A*) possano essere registrati, oltre che nei “conti vincoli” (ordinari) di cui al comma 1 dell'art. 34, Decreto Euro, anche nei “conti destinati” di cui al comma 2 del medesimo articolo. Invero, prima di tale intervento – che a ben vedere può dirsi di coordinamento – fra gli operatori era forte il dubbio che l'art. 34, Decreto Euro, e relativo rinvio alla normativa secondaria (*i.e.* artt. 45 e 46, Regolamento mercati) potesse applicarsi anche agli strumenti finanziari accentrati presso una società di gestione accentrata⁶⁸.

L'art. 46, Regolamento mercati, prescrive, in particolare, le modalità di costituzione del pegno sul «valore dell'insieme».

Anzitutto, l'intermediario dovrà aprire presso la Monte Titoli S.p.A. il suddetto conto apposito (o dedicato) contenente le seguenti indicazioni: «a) data di accensione del conto; b) natura del vincolo ed eventuali altre indicazioni supplementari; c) data delle singole movimentazioni e indicazione della specie, quantità e valore degli strumenti finanziari presenti nel conto; d) data di costituzione del vincolo sugli strumenti finanziari; e) titolari degli strumenti finanziari; f) beneficiario del vincolo e indicazione, ove comunicata, dell'esistenza di convenzioni fra le parti per l'esercizio dei diritti; g) eventuale data di scadenza del vincolo» (cfr. art. 46 Regolamento mercati)⁶⁹.

⁶⁸ Il dubbio, legittimo, dipendeva da un problema di coesistenza di due sistemi (quello di “decartolarizzazione” e quello di “dematerializzazione”) che traevano origine da fonti normative diverse (il primo dal t.u.f., mentre il secondo dal Decreto Euro) pur essendo in parte regolati dalla medesima normativa secondaria (ossia il Regolamento mercati). Ebbene, proprio con riguardo alle modalità di costituzione di vincoli su strumenti finanziari, le due fonti normative primarie presentavano una differenza sostanziale: mentre il t.u.f. non demandava alla CONSOB il compito di regolare la disciplina di costituzione del pegno su strumenti finanziari “decartolarizzati” (cfr. art. 81), il Decreto Euro espressamente demanda alla CONSOB tale compito con riferimento agli strumenti finanziari “dematerializzati” (cfr. art. 36). Ciononostante, alcuni Autori già sostenevano che l'art. 34, Decreto Euro, potesse applicarsi anche ai titoli decartolarizzati; si veda MARANO, *Pegno bancario e fallimento*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2000, I, p. 136; CALLEGARI, *op. cit.*, p. 162.

⁶⁹ Si deve osservare che tra gli elementi che devono essere indicati nel conto apposito, ai fini della costituzione di un pegno su strumenti finanziari dematerializzati, non è previsto quello dell'«obbligazione garantita», similmente a quanto previsto per la

L'oggetto del pegno sarà pertanto il valore iscritto in conto, ossia il valore complessivo degli strumenti finanziari dematerializzati in esso contabilizzati.

Inoltre, il comma 2 dispone che sarà possibile qualunque sostituzione o integrazione degli strumenti finanziari in esso registrati senza che ciò produca effetti novativi e quindi senza che risulti modificata la data iniziale di costituzione del vincolo. Difatti, la data del vincolo permarrà sempre la stessa anche in caso di sostituzione o integrazione, a condizione che non muti il «valore dell'insieme» stesso.

Ciò detto, risulta pressoché ovvia la riconducibilità della fattispecie in esame a quella del pegno (*rectius*, della garanzia) rotativo⁷⁰: il nostro legislatore ha così inteso ammettere in modo inequivocabile che l'oggetto della garanzia possa essere rappresentato non dalla cosa in sé, bensì dal suo intrinseco valore.

La norma in parola, invero, ha sollevato non pochi dubbi nella dottrina circa la possibilità di ricomprendere nella «rotatività» della garanzia, oltre che la «sostituzione» dei beni, anche la loro «integrazione». Se infatti la dottrina dominante è orientata nel senso di negare tale eventualità, la disposizione in questione sembra deporre in senso contrario (in merito si veda ampiamente quanto trattato nel paragrafo 3.1 che segue).

Ai sensi del successivo comma 3, il costituente del vincolo, cioè il titolare del conto, dovrà comunicare all'intermediario le istruzioni vincolanti, date sulla base degli accordi presi con il beneficiario del vincolo, per la conservazione nel tempo del valore della garanzia e per l'esercizio dei diritti amministrativi e patrimoniali derivanti dagli strumenti finanziari presenti di volta in volta nel conto.

costituzione di vincoli su strumenti finanziari dematerializzati e registrati su un conto vincoli ordinario a norma dell'art. 45, Regolamento mercati (a tal proposito si vedano le osservazioni già svolte nella nota n. 67).

⁷⁰ In merito a tale istituto e alla sua generale ammissibilità si rinvia *infra* al paragrafo 3. Con specifico riguardo, invece, al requisito del “valore di equivalenza” tra i beni oggetto della sostituzione, si rinvia a quanto osservato nel paragrafo 3.1 del presente Capitolo Secondo. Riconducono la fattispecie in esame al pegno rotativo RESCIGNO M., *Le garanzie «rotative» convenzionali: fattispecie e problemi applicativi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, I, p. 8; CALLEGARI, *op. cit.*, p. 20; PANZANI, *Pegno rotativo e pegno su strumenti finanziari*, in *Fallimento*, 2002, p. 943; CAPALDO, *Natura, contenuto e profili problematici delle norme bancarie in materia di pegno*, in *Fallimento*, 2002, p. 953.

Con riguardo alle suddette istruzioni vincolanti di conservazione nel tempo del valore della garanzia, cui corrisponde un obbligo alla conservazione da parte dell'intermediario, si deve osservare che la relativa previsione regolamentare pare richiamare l'obbligo di custodia in capo al depositario previsto dal contratto di deposito di cui all'art. 1766 c.c., dal quale però differisce profondamente in quanto all'obbligazione di restituzione in natura – quindi di specie – dei beni depositati. Invero, atteso il disposto del comma 2 innanzi descritto e alla previsione dell'art. 50, Regolamento mercati, rubricato “Cessazione dei presupposti della dematerializzazione”, l'obbligo di restituzione a favore dell'emittente da parte della società di gestione accentrata degli strumenti (affinché questi siano resi in forma cartacea acquistando perciò la natura di titoli di credito) non può che trattarsi di obbligazione restitutoria di genere.

Infine, in merito alla possibilità di costituire gli strumenti finanziari dematerializzati in pegno irregolare, si rinvia al paragrafo 1.2. che precede.

C) pegno di strumenti finanziari rappresentati da certificati cumulativi immessi in deposito accentrato

Risulta di maggiore difficoltà, invece, individuare i diritti (inclusa quello di costituire un diritto di pegno) spettanti al titolare di strumenti finanziari che siano stati depositati in maniera accentrata presso un intermediario depositario o una società di gestione accentrata (quale è oggi la sola monte Titoli S.p.A.) e rappresentati da un certificato unico o cumulativo.

Nel caso di pegno su strumenti finanziari accentrati presso una società di gestione accentrata (di cui *supra sub A*) i singoli titoli non perdono la loro individualità (da ciò deriva il fondamento della tesi dominante secondo cui trattasi di deposito “regolare”) – ancorché il deposito risulti “in massa” (o, per alcuni Autori, “alla rinfusa”), essendo un deposito di beni fungibili –, per cui i titolari saranno comproprietari o compossessori *pro quota* dei titoli in deposito.

Nel caso in esame, ossia di rappresentazione dei titoli mediante un unico certificato, invece, si possono prospettare due interpretazioni: *i*) tutti i

soggetti depositanti sono comproprietari o compossessori del medesimo certificato, che, in quanto titolo di credito, rappresenta *pro quota* i crediti di ciascun titolare nei confronti dell'emittente; ovvero *ii*) il certificato unico è un mero documento riepilogativo dei diritti di credito dei singoli titolari depositanti, i quali sono identificati elettronicamente o mediante registrazione su supporti cartacei tenuti a cura del depositario e dell'emittente (con limitato riferimento ai titoli nominativi)⁷¹.

Affinché possa condividersi la tesi *sub i*) (l'unica tesi che attribuirebbe una logica ed una utilità alla fattispecie in parola), si deve allora ammettere che la semplice differenza tra il deposito di una pluralità di titoli e l'accentramento e deposito di un unico certificato rappresentativo risieda nell'aver raggruppato in tale unico supporto cartaceo tutti i diritti cartolari dei singoli titolari depositanti, di guisa che ognuno di essi abbia un diritto di credito risultante dal medesimo titolo ed un diritto reale sul medesimo titolo.

Dunque, se è vero che le azioni e le obbligazioni possono essere rappresentate da un unico certificato per un numero predeterminato di titoli e essere idoneo alla circolazione, di contro altra cosa è procedere ad un loro totale e generico raggruppamento mediante la rappresentazione dei titoli stessi da certificati cumulativi immessi in deposito accentrato. Difatti tale operazione impedisce di fatto la circolazione del certificato unico, il cui fine ultimo non è appunto la "mobilizzazione" della ricchezza, bensì l'essere semplicemente di supporto alla registrazione dei titoli (arg. dall'art. 32, comma 2, Regolamento mercati).

Ciò chiarito, risulta facile convincersi che non si può parlare del certificato cumulativo in termini di titolo di credito (sempre che il certificato sia depositato presso una società di gestione accentrata); in relazione alla fattispecie in esame, non si pone quindi la questione (innanzi sollevata *sub A*) circa la natura regolare ovvero irregolare del deposito di titoli presso la società di gestione accentrata (che di riflesso comporta il mantenimento della proprietà dei titoli in capo al cliente depositante ovvero l'attribuzione

⁷¹ L'analisi dell'ipotesi in esame, di non agevole classificazione, ha la precipua funzione di chiarire la qualificazione di tale fattispecie in modo da evincerne la normativa applicabile.

allo stesso di un mero diritto di credito verso la società di gestione accentrata o l'intermediario depositario).

Di talché, in analogia con quanto previsto per il certificato unico rappresentativo delle quote di un fondo comune di investimento (di cui *infra sub D*), solo all'atto di un eventuale ritiro da parte del cliente dei titoli depositati e raggruppati in un unico certificato la società di gestione accentrata dovrà chiedere all'emittente di stampare i certificati che saranno successivamente forniti al cliente richiedente (previa annotazione degli eventuali vincoli). Tali certificati saranno pertanto emessi a norma dell'art. 87 t.u.f. (vedi *supra*).

In ultima analisi, dunque, la pluralità di titoli/strumenti finanziari e la loro rappresentazione mediante un certificato unico non comportano adeguamenti o deroghe alla disciplina ordinaria prevista per i titoli depositati presso una società di gestione accentrata di cui all'art. 87 t.u.f.⁷²

D) pegno di strumenti finanziari rappresentati da quote di fondi comuni di investimento non immesse in deposito accentrato

Alquanto diverso si presenta invece il caso di pegno su quote di fondi comuni di investimento⁷³ (titoli sempre appartenenti alla categoria degli strumenti finanziari) ove rappresentati da un certificato unico depositato presso una banca che non aderisce al sistema di gestione accentrata.

Difatti, se per il prelievo delle quote così rappresentate si procederà in maniera analoga a quanto innanzi detto *sub C*), per la costituzione di eventuali vincoli e/o diritti reali sulle stesse non potrà essere utilizzato alcun procedimento previsto da normative speciali, sicché si dovrà applicare la disciplina codicistica con alcuni accorgimenti dovuti alla natura di tali strumenti finanziari.

⁷² Si sono occupati della ricostruzione sistematica della fattispecie in esame DE VECCHIS, MASTROPAOLO E. M., MASTROPAOLO F., *op. cit.*, p. 1439.

⁷³ I fondi comuni di investimento possono essere "chiusi", ove riconoscono ai partecipanti il diritto al rimborso delle quote solo a scadenze determinate (art. 1, comma 1, lett. l), t.u.f., ovvero "aperti", allorquando tale rimborso può essere chiesto in qualsiasi tempo, purché secondo le modalità previste dalle regole di funzionamento del fondo stesso [art. 1, comma 1, lett. k), t.u.f.].

Normalmente nel settore del risparmio gestito (con ciò alludendo ai fondi comuni di investimento, alle SGR che li gestiscono e alla banca depositaria delle quote) non si procede all'emissione dei titoli rappresentativi delle quote dei fondi comuni di investimento, mentre di regola i titolari di tali quote hanno la facoltà di permettere al fondo di inserire le proprie quote in un certificato c.d. cumulativo, perché rappresentativo di più quote, depositato gratuitamente presso una banca depositaria⁷⁴.

Neanche i provvedimenti della Banca d'Italia hanno offerto spunti per comprendere quale configurazione giuridica possa attribuirsi al certificato unico, ossia cumulativo.

Si può rilevare che l'immissione delle quote in un certificato unico non è dissimile dall'analoga situazione sostanziale che si ha con il sub-deposito in gestione accentrata di titoli di cui sopra *sub A*). Tuttavia, la disciplina prevista dagli artt. 85 ss. t.u.f. risulta inapplicabile ove il soggetto depositario della quota non sia una società di gestione accentrata (come nel caso in esame).

Da un punto di vista strutturale, il certificato unico è tenuto in deposito amministrativo gratuito presso la banca depositaria del fondo, la quale apre tante rubriche a nome di ogni quotista, alla stregua di ciò che la società di gestione accentrata fa con gli intermediari aderenti al sistema, aprendo a loro nome conti e sottoconti nei quali vengono registrati gli strumenti finanziari di loro spettanza. Necessario presupposto è la fungibilità delle quote e quindi l'assenza di elementi distintivi che posano

⁷⁴ In tal senso si veda l'art. 3 del provvedimento del Governatore della Banca d'Italia del 14 aprile 2005, titolo V, capitolo VI, il quale, per quanto qui interessa, recita: «[...] in alternativa all'emissione dei singoli certificati, può essere previsto il ricorso al certificato cumulativo, rappresentativo di una pluralità di quote. Il certificato cumulativo va tenuto in deposito gratuito amministrato presso la banca depositaria, con rubriche distinte per singoli partecipanti eventualmente raggruppate per soggetti collocatori. Le quote presenti nel certificato cumulativo possono essere contrassegnate anche soltanto con un codice identificativo elettronico, ferma restando la possibilità della banca depositaria di accedere alla denominazione del partecipante in caso di emissione del certificato singolo o al momento del rimborso della quota. L'immissione di quote nel certificato cumulativo deve inoltre garantire la possibilità per il partecipante di richiedere in ogni momento l'emissione del certificato singolo; la banca depositaria di procedere – senza oneri per il partecipante e per il fondo – al frazionamento del (certificato) cumulativo, anche al fine di separare i diritti dei singoli partecipanti».

caratterizzare una quota rispetto ad un'altra, come, ad esempio, eventuali vincoli.

Più in particolare è stato giustamente osservato che il certificato cumulativo di quote di fondi di investimento non può essere equiparato ad un titolo di credito, in quanto manca di un requisito essenziale proprio di tale categoria, ossia la destinazione alla circolazione⁷⁵.

Anche la giurisprudenza è oramai consolidata su tale orientamento⁷⁶.

Pertanto, atteso che il certificato unico non è qualificabile come titolo di credito, che il quotista ha il diritto a ricevere dal fondo comune di investimento la propria quota e che tale quota dovrebbe essere rappresentata (secondo l'ordinaria disciplina dei titoli di credito) in forma cartacea, in assenza di tale ultimo requisito formale, il diritto alla restituzione in capo al quotista non può che essere un diritto di credito.

Ciò detto, si può in ultima analisi affermare che, qualora il quotista intenda costituire un vincolo, ed in particolare un pegno, su una o più quote delle quali è titolare, egli potrà avvalersi di due alternative: *i*) ottenere lo scorporo della quota e quindi l'emissione di un titolo di credito (rappresentativo della propria partecipazione al fondo), per poi procedere alla costituzione del pegno secondo la disciplina generale del pegno di titoli di credito, ovvero *ii*) procedere secondo la disciplina del pegno di titoli di credito, lasciando che la propria quota resti concentrata insieme ad altre quote nel certificato unico⁷⁷.

3. Il pegno rotativo: i requisiti di ammissibilità e i profili problematici della fattispecie

⁷⁵ Così GANDINI, *Partecipazioni a fondi comuni di investimento e certificato «cumulativo»*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, I, p. 477.

⁷⁶ Si veda Trib. Milano 23 settembre 1997, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1998, II, p. 401, (sul punto si veda diffusamente quanto osservato nella nota n. 45) e, più recentemente, Cass., 14 luglio 2003, n. 10990.

⁷⁷ A tal riguardo è stato fatto notare che «se il certificato unico non ha natura di titolo di credito, risulta inapplicabile la disciplina di cui all'art. 1997 c.c. va esclusa anche l'applicazione di una disciplina simile a quella concernente la costituzione di garanzie sugli strumenti finanziari dematerializzati (ex art. 34, Decreto Euro), in quanto tale disciplina è applicabile solo agli strumenti finanziari accentrati e non può essere estesa analogicamente (in quanto normativa speciale) senza un intervento legislativo e/o regolamentare» (DE VECCHIS, MASTROPAOLO E. M., MASTROPAOLO F., *op. cit.*, p. 1443).

Il pegno rotativo costituisce la fattispecie più rilevante del “pegno sul valore” e risponde alle esigenze più stringenti manifestate dalla prassi del sistema commerciale e finanziario. Tale figura, che più precisamente consiste nel prevedere il c.d. “patto di rotatività” o “clausola di sostituzione” nello statuto del pegno (nei modi e alle condizioni di cui *infra* si dirà), costituisce un’evoluzione delle forme classiche del pegno quale risposta a interessi diffusi ormai ritenuti meritevoli di tutela giuridica e di conseguente riconoscimento formale – attraverso la sua previsione in normative positive di settore – anche nell’ordinamento italiano.

La fattispecie del “pegno rotativo” è stata definita dalla dottrina⁷⁸, e poi mutuata dalla giurisprudenza di legittimità⁷⁹, come quella «forma di garanzia che consente la sostituibilità o mutabilità nel tempo dell’oggetto senza comportare, ad ogni mutamento, la rinnovazione del compimento delle modalità richieste per la costituzione delle garanzie o per il sorgere del diritto di prelazione, ovvero senza che dia luogo alle condizioni di revocabilità dell’operazione economica in tal modo posta in essere».

A differenza della disciplina definita nel codice civile, nel pegno con patto di rotatività non assume rilevanza il singolo bene concesso in pegno, bensì il valore complessivo dei beni vincolati, che comunque restano in proprietà del *tradens*⁸⁰.

Difatti, tale figura consente la costituzione del pegno sul valore complessivo posseduto dagli strumenti finanziari o da altri beni che, per loro natura, sono suscettibili di una frequente negoziazione.

È infatti vero che le operazioni creditizie e finanziarie si sono da sempre caratterizzate per il frequente ricorso alla costituzione in pegno – in particolar modo – di titoli del debito pubblico, che si differenziano appunto

⁷⁸ Si veda GABRIELLI, *Rotatività della garanzia*, in *Dig. disc. priv. – sez. civ.*⁴, XVIII, Torino 1998, p. 103.

⁷⁹ Si veda la sentenza dei giudici di legittimità che è considerata il *leading case* sull’ammissibilità del pegno rotativo, Cass. 28 maggio 1998, n. 5264, di cui *infra* si tratterà più diffusamente.

⁸⁰ Si veda RESCIGNO M., *Il privilegio per i finanziamenti bancari a medio e lungo termine a favore delle imprese, con particolare riguardo alla rotatività del suo oggetto*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1999, LII, t. 5, *passim.*, il quale offre un approfondito studio sulla rotatività delle garanzie mobiliari.

per l'abituale e più celere scambio che si fa di essi nel mercato dei valori mobiliari. Per questa ragione è stato opportuno fare precedere al presente paragrafo quello dedicato al pegno di titoli di credito e di strumenti finanziari, sia incorporati in supporti materiali, sia privi della forma materiale.

È stato fatto notare⁸¹ che, sino a quando non fu sciolto ogni dubbio circa l'ammissibilità del pegno rotativo, gli operatori del mercato hanno bensì vincolato in garanzia titoli del debito pubblico, ma nella forma del pegno irregolare.

Dall'ambiente bancario⁸² era stato più volte manifestata l'esigenza di utilizzare vincoli costituiti sul valore complessivo di titoli. Il modello di pegno c.d. "dinamico" o "flottante" (attesa la somiglianza, ma non la corrispondenza, con la *floating charge* di matrice anglosassone⁸³) permette

⁸¹ Si veda GABRIELLI, *Il pegno*, cit., p. 237, il quale (rinviando a FOSCHINI, *Pegni anomali e revocatoria fallimentare*, in *D. fall.*, 1999, I, p. 1208 e PANZANI, *Pegno rotativo ed opponibilità della prelazione*, in *Fallimento*, 1999, p. 268) infatti precisa che nei contratti di pegno su titoli del debito pubblico si prevedeva «a favore della banca (creditore pignoratizio), il reimpiego in funzione di garanzia della somma ricavata dalla vendita dei titoli originariamente vincolati in pegno, reimpiego che si concretizzava, successivamente alla scadenza dei titoli, nell'acquisto di altrettanti titoli da sottoporre anche loro allo stesso ed originario vincolo di indisponibilità».

⁸² Nelle norme bancarie uniformi emesse dall'Associazione Bancaria Italiana in data 3 febbraio 1995, le disposizioni in materia di anticipazione bancaria garantita da titoli costituiti in pegno dallo stesso cliente o da un terzo ammettevano l'estensione della garanzia originaria ai beni consegnati all'istituto di credito – creditore pignoratizio in sostituzione di quelli originariamente o precedentemente vincolati.

⁸³ La *floating charge* ricorre quando l'oggetto della garanzia è costituito da una pluralità di beni unitariamente considerata (il magazzino o l'attivo aziendale). Sulla base di tale fattispecie, la garanzia insiste su beni indeterminati e continuamente sostituibili dal parte del costituente: la caratteristica principale di tale garanzia «non possessoria» è la facoltà del debitore di continuare ad usare i beni per le finalità dell'impresa e della produzione, sino all'estinzione del credito ovvero alla "cristallizzazione" della garanzia (c.d. *crystallisation*), che ne segna la trasformazione da fluttuante (*floating*) in fissa (*fixed*). Con la cristallizzazione, che rappresenta la fase patologica del rapporto tra costituente e creditore garantito e può discendere (i) dalla cessazione dell'attività aziendale, (ii) da interventi del creditore garantito che privino il debitore del controllo dei beni ovvero (iii) dall'adempimento di specifiche clausole contrattuali stipulate al momento della costituzione della *floating charge*, il costituente perde ogni potere di disposizione dei beni dati in garanzia, sui quali viene sostanzialmente a costituirsi una *fixed charge*, senza obbligo di nuova registrazione nel *companies registry*. Così GABRIELLI, *Sulle garanzie rotative*, cit., p. 65 e ID, *Il pegno*, cit., p. 41. Per ulteriori valutazioni sulla fattispecie, si vedano MAGNANO, *Le forme alternative di garanzie reali: la floating charge e il pegno rotativo*, in *R. giur. energia elettrica*, 2003, I, p. 413; GALANTI, *L'azienda come garanzia: la floating charge inglese*, in *Fallimento*, 2002, p. 979; ID, *garanzia non possessoria e controllo delle crisi di impresa: la floating charge e l'administrative receivership*, in

l'utilizzazione di titoli a breve scadenza⁸⁴ a garanzia di finanziamenti di medio-lungo termine⁸⁵, in quanto il patto di rotatività inserito nel contratto di pegno, – prevedendo la sostituzione dei titoli originariamente vincolati di prossima scadenza con altri aventi un termine di scadenza più dilazionato nel tempo – consente in concreto di evitare lo scioglimento del vincolo pignoratorio e di mantenere immutato il valore della garanzia⁸⁶.

La possibilità di ammettere il pegno rotativo, manifestata dalla prassi operativa bancaria, è stata messa in discussione dalla rigida applicazione, da parte dei giudici, della disciplina codicistica.

Il raffronto non ha evidenziato l'esistenza di elementi di incompatibilità nella fase costitutiva del pegno accompagnato da una clausola di rotatività; le riserve hanno invece interessato le esigenze del creditore a non veder mutati i termini e le condizioni del diritto di prelazione, con effetti *erga omnes*, che gli veniva attribuito sin dal momento costitutivo della garanzia pignoratoria e, di contro, degli altri creditori del comune debitore datore di pegno a non vedere pregiudicata la loro aspettativa sul patrimonio dello stesso in ossequio al principio della *par condicio creditorum* sancito dall'art. 2741 c.c.

Secondo le prime pronunce giurisprudenziali, gli interessi del creditore pignoratorio venivano pregiudicati dalle conseguenze derivanti dalla sostituzione del bene originariamente oppignorato con altri del medesimo valore, secondo la previsione del patto di rotatività⁸⁷. La

Quaderni di ricerca giuridica, Banca d'Italia, 2000, n. 51, p. 15; BRUNI, *La garanzia «fluttuante» nell'esperienza giuridica inglese e italiana*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1986, I, p. 708; TUCCI, *op. cit.*, p. 161.

⁸⁴ L'utilizzo di titoli privi di supporto cartaceo, quali gli strumenti finanziari dematerializzati o decartolarizzati, viene accolto con particolare favore dagli istituti di credito. Difatti, nel caso di inadempimento del debitore, risulta preferibile per il creditore soddisfare le proprie pretese su beni di pronta liquidazione. In merito a tali benefici, si veda, PISCITELLO, *Le garanzie flottanti*, Torino 1999, *passim*.

⁸⁵ Con riguardo alle garanzie prestate in favore di finanziamenti di medio e lungo termine, si veda RITCHER, *Prime osservazioni su intermediazione finanziaria ed internet*, in *D. inf. informatica*, 2000, p. 439.

⁸⁶ In particolare si veda GABRIELLI, MAIMERI, *Contratti bancari*, Torino 2002, p. 173.

⁸⁷ Si vedano Trib. Roma 21 luglio 1993, in *Banca borsa tit. cred.*, 1994, II, p. 532; Trib. Rovigo 4 febbraio 1997, in *Banca borsa tit. cred.*, 1998, II, p. 578, con nota di LENER; Trib. Roma 21 luglio 1993, in *Banca borsa tit. cred.*, II, p. 532; App. Roma 30 ottobre

sostituzione dei beni consegnati in garanzia con altri del medesimo valore avrebbe infatti dato origine ad un nuovo contratto di pegno, vista l'asserita integrazione di una fattispecie di novazione oggettiva. L'effetto novativo, secondo la richiamata giurisprudenza, non consentiva al creditore di godere della tutela reale accordata al creditore pignoratizio sui beni originariamente costituiti in pegno. Tale circostanza non impediva tanto la costituzione di un rapporto pignoratizio tra le medesime parti, quanto l'opponibilità del vincolo sui beni consegnati in sostituzione di quelli originariamente vincolati nei confronti dei terzi: il diritto di prelazione *erga omnes* si estingueva al momento della sostituzione per sorgere nuovamente – con effetti *ex nunc* – da tale momento.

L'effetto novativo, derivante dalla sostituzione della garanzia, impediva al creditore di far valere il vincolo nei confronti dei terzi creditori e di estendere ai beni sostituiti la tutela reale del contratto originario.

Le problematiche sottese ai patti di rotatività hanno dunque determinato la diffusa utilizzazione del pegno irregolare e del pegno su crediti⁸⁸.

Nonostante le accennate limitazioni derivanti da una tutt'altro che elastica e logica applicazione della normativa codicistica, la giurisprudenza⁸⁹ ha gradualmente riconosciuto tutela (ma non anche effetto) reale al patto rotativo. Tale *revirement* va rintracciato nell'aver considerato la fattispecie del pegno rotativo – caratterizzato dall'eventuale sostituzione dei beni oppignorati – come un'unitaria operazione economica, nonché nell'aver inquadrato la sostituzione del bene originariamente oppignorato

1995, in *G. it.* 1996, I, tomo 2, p. 570; Trib. Livorno 13 dicembre 1996, in *G. mer.* 1998, p. 37.

⁸⁸ A tal proposito si veda App. Roma 30 ottobre 1995, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, II, p. 183; App. Milano 11 ottobre 1994, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, II, p. 188; TARZIA, *Questioni in tema di compensazione, pegno e revocatoria nel fallimento*, in *Corr. giur.*, 1995, p. 847; CAVALLI, *Problemi attuali in materia di pegno bancario*, in *Impresa*, 1992, p. 803; FOSCHINI, *Pegni anomali e revocatoria fallimentare*, in *D. fall.*, 1999, I, p. 1208; BORSI, *Brevi note sull'ammissibilità del pegno bancario «rotativo»*, in *R. d. comm.*, 1996, II, p. 151.

⁸⁹ Si veda a tal riguardo la già richiamata sentenza della Cass. 28 maggio 1998, n. 5264, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1998, II, p. 485, con nota di AZZARO, in *Corr. giur.*, 1998, p. 1320, con nota di PORCARO, in *Fallimento*, 1999, p. 265, con nota di PANZANI; in *Giur. comm.*, 1998, II, p. 673, con nota di MANCINI (come detto, tale sentenza è considerata il *leading case* sull'ammissibilità del pegno rotativo nei termini oggi accettati).

come un'ipotesi di surrogazione reale convenzionale. Sulla base di tali assunti, è stata dunque affermata e accettata la continuità del vincolo reale⁹⁰.

In realtà, come ha puntualmente ricordato la più autorevole dottrina in materia⁹¹, e poi ribadito la giurisprudenza⁹², l'ammissibilità di modificazioni oggettive che non facciano venir meno l'identità del rapporto giuridico risulta di fatto prevista nel codice civile, rispetto ai diritti reali di garanzia, in una serie di disposizioni, quali: l'art. 2742 c.c. che prevede la surrogazione dell'indennità al bene originariamente oppignorato quando quest'ultima sia perita o deteriorata; l'art. 2795, comma 1 e 2, c.c., che ricalca la previsione dell'art. 2742 c.c. relativamente però a beni mobili; gli artt. 2815 e 2816 c.c. che prevedono la possibilità che l'ipoteca si «risolva» rispettivamente sul prezzo dovuto per l'affrancazione e sul prezzo dovuto al superficiario; l'art. 2825, comma 2, c.c. che prevede la surrogazione del bene effettivamente assegnato all'esito della divisione della comunione al bene che invece fu originariamente vincolato e poi non assegnato. Tali fattispecie, infatti, che, «nella diversità delle ipotesi regolate, sono legate da un aspetto comune, costituito dal fatto di prendere in considerazione la “cosa” per la sua “componente di valore“, in piena aderenza all'interesse del titolare del diritto (di garanzia), che non è rivolto al bene nella sua “individualità”, ma al suo valore economico»⁹³.

L'interesse sotteso al patto rotativo è stato poi riconosciuto anche a livello normativo, seppur limitatamente agli strumenti finanziari decartolarizzati e dematerializzati⁹⁴, dall'art. 87 ss. t.u.f. e dall'art. 34,

⁹⁰ Seppur di grande rilievo giuridico al fine di comprendere appieno l'intera “vicenda” del pegno rotativo, esula dall'ambito espositivo del presente lavoro (in quanto privo di utilità per l'elaborazione delle considerazioni di cui al Capitolo Terzo che segue) l'esposizione delle tesi e delle osservazioni che possono rintracciarsi nella dottrina che si è interessata della figura in questione, ed in particolare della sua validità, efficacia e qualificazione giuridica (come fattispecie a formazione progressive, tesi che non può essere accolta), nonché nella giurisprudenza. Con riguardo a tali aspetti si rinvia, *ex plurimis*, a GORLA, ZANELLI, *Del pegno. Delle ipoteche*⁴, in *Comm. Scialoja-Branca*, artt. 2784 – 2899, Bologna 1992, p. 289; GAZZONI, *Qualche dubbio sul pegno rotativo (in attesa di spiegazioni...)*, in *R. not.*, 2000, p. 1464; ID, *Il vestito dell'imperatore (replica ossessiva sul pegno rotativo)*, in *R. not.*, 2002, I, p. 563.

⁹¹ Si veda, nuovamente, GABRIELLI, *Rotatività della garanzia, cit.*, p. 120.

⁹² Si veda Cass. 28 maggio 1998, n. 5264.

⁹³ Sempre da Cass. 28 maggio 1998, n. 5264.

⁹⁴ A tal proposito si veda quanto ampiamente descritto nel paragrafo 3.1 che precede *sub* A) e B).

comma 2, del Decreto Euro (quindi relativamente al pegno “sull’insieme” dei titoli registrati)⁹⁵.

Nonostante il riconoscimento del vincolo rotativo sia stato limitato agli strumenti finanziari privi di un supporto “materiale”, i termini e le condizioni di applicazione di tale previsione – ricalcando appieno quelli tracciati sia dalla dottrina, sia dalla giurisprudenza – sono stati di per sé sufficienti per attribuire, in via generale, definitiva e piena cittadinanza alla figura in esame nel nostro ordinamento.

Infine, il modello dinamico di garanzia ha assunto una valenza ancor più generale e, addirittura, riformatrice dell’intero impianto del pegno a seguito della emanazione della direttiva n. 47/2002/CE, poi attuata dal d. lgs. n. 170/2004. Di siffatta portata si parlerà, appunto, nel capitolo che segue.

Chiarita la natura e l’origine del pegno rotativo, è ora essenziale – ai fini della presente trattazione – individuare, chiarendone l’effettiva portata, le condizioni di ammissibilità della figura in esame, prendendo le mosse dalle indicazioni proposte dalla dottrina di settore che hanno, solo in parte, trovato accoglimento da parte delle esigue e tutt’altro che univoche pronunce giurisprudenziali.

Nell’assunto che l’utilità economico-giuridica del pegno rotativo debba rintracciarsi nella possibilità attribuita all’operatore del mercato di realizzare convenzionalmente una surrogazione reale dei beni sostituiti con quelli originariamente oppignorati, non si è mai dubitato che il patto di rotatività in sé considerato dovesse comunque rispettare (con gli opportuni adeguamenti) le condizioni di validità ed efficacia previste per la costituzione di un pegno regolare secondo le previsioni del codice civile. Inoltre, atteso che tale patto deve intendersi quale previsione «anomala», piuttosto che «atipica»⁹⁶, del pegno regolare, il patto in parola deve

⁹⁵ Tanto che MAIMERI (si veda del citato Autore, *Trust e pegno*, in *Trust e attività fiduciarie*, 2003, p. 43) ha persino affermato che «la questione del pegno rotativo può considerarsi superata».

⁹⁶ Per un’ampia analisi di tale dicotomia si vedano GRISI, *op. cit.*, p. 53; MESSINETTI, *op. cit.*, p. 53. “Attori” di tale contraddittorio sono stati GABRIELLI [“Pinocchio”, il “Grillo parlante” e il problema del pegno rotativo: spiegazione... a richiesta (fra il serio e il faceto), in *Riv. not.*, 2002, p. 547] e GAZZONI [*Qualche dubbio sul*

rispettare i principi fondanti delle garanzie reali, quali la *par condicio creditorum*, nonché quelli di validità dei contratti, quali in particolare la determinazione o determinatezza dell'oggetto.

È invero necessario che il patto di rotatività sia *ab origine* inserito nell'atto costitutivo del pegno regolare cui si riferisce, ossia che venga fatta espressa indicazione del «meccanismo di rotatività del diritto reale di garanzia»⁹⁷ nell'atto costitutivo del pegno stesso.

E ciò per la natura stessa del patto, il quale attribuisce un carattere «anomalo» al pegno regolare sin dalla sua costituzione, conferendo al regolamento contrattuale un carattere programmatico (e non invece, si badi bene, realizzando una forma atipica di pegno qualificabile quale fattispecie a formazione progressiva), attesa la possibile sostituibilità dei beni oggetto del vincolo. Il carattere programmatico del pegno, che prevede nel proprio regolamento negoziale una clausola di rotatività, si manifesta difatti appieno ove si proceda effettivamente alla sostituzione dei beni oppignorati, tant'è che il patto di rotatività non può che avere effetti meramente obbligatori.

È pertanto necessario che nel patto di rotatività stesso i costituenti facciano espressa «precisazione dei tempi e delle modalità di sostituzione»⁹⁸. Affinché tale requisito possa dirsi soddisfatto, «il patto di rotatività deve essere configurato in modo tale che possa raggiungersi la certezza che i beni formino oggetto del vincolo in forza e in applicazione del patto di rotatività (stesso)»⁹⁹.

Altro presupposto di ammissibilità è che il patto di rotatività rispetti le regole dettate dall'art. 2787 c.c. (ovvero dall'art. 2800 c.c. se trattasi di pegno di crediti) relativamente alle formalità richieste affinché sorga il diritto di prelazione. È opportuno sottolineare sin d'ora che tali regole dovranno essere rispettate non perché sorga un nuovo diritto di prelazione, ma, per le cose anzidette, affinché ci sia continuità del rapporto giuridico

pegno rotativo (in attesa di spiegazioni...), cit., p. 1464; ID, *Il vestito dell'imperatore (replica ossessiva sul pegno rotativo)*, in *R. not.*, 2002, I, p. 563].

⁹⁷ Si veda GABRIELLI, *Il pegno*, cit., p. 242.

⁹⁸ Così Cass. 28 maggio 1998, n. 5264.

⁹⁹ Così RESCIGNO M., *Le garanzie "rotative" convenzionali: fattispecie e problemi di disciplina*, cit., p. 10.

originario che si caratterizza, appunto, per l'esistenza del diritto di prelazione *erga omnes*.

Ebbene, affinché il patto di rotatività possa intendersi quale patto inserito all'interno di un'unitaria operazione economica fin dal momento della sua costituzione, e affinché quindi al pegno rotativo (inteso quale pegno regolare cui accede un patto «anomalo» di rotatività) possa attribuirsi sia un effetto di garanzia che un effetto di prelazione *erga omnes*, sarà necessario che il patto di rotatività stesso ottemperi alle previsioni richiamate. Dunque, fermo il requisito della *traditio* del bene (originariamente) costituito in garanzia, il patto in parola dovrà risultare da forma scritta avente data certa.

Le suddette formalità, peraltro, dovranno essere ripetute ad ogni sostituzione¹⁰⁰.

Infine, affinché gli effetti del patto di rotatività possano realmente ricollegarsi al momento costitutivo dell'originario vincolo pignoratizio, salvaguardando la continuità del vincolo, è necessario che la sostituzione dell'oggetto «avvenga entro i limiti di valore dei beni originariamente dati in pegno»¹⁰¹. E ciò per l'evidente necessità di salvaguardare le ragioni dei creditori chirografari, i quali sono interessati a non subire gli effetti pregiudizievoli di una riduzione di valore del patrimonio del comune debitore a seguito di eventuali frodi o collusioni tra creditore pignoratizio e il debitore costituente il pegno rotativo. Trattasi, cioè, di una condizione essenziale per evitare che il patto di rotatività non violi la *par condicio creditorum*.

¹⁰⁰ In tal senso Cass. 28 maggio 1998, n. 5264. A tal riguardo giova rilevare anche una considerazione effettuata da GABRIELLI (*Rotatività delle garanzie, cit.*, p. 121), secondo il quale la necessità di effettuare ad ogni sostituzione un atto scritto con data certa viene a mancare qualora trattasi di pegno su titoli dematerializzati. L'Autore ha difatti affermato che tali titoli siano «sufficientemente individuati fin dall'iniziale atto di costituzione, qualora nell'atto costitutivo del vincolo vengano indicate le specie, il loro valore nominale complessivo, le date di emissione o di scadenza dei titoli»; con ciò venendo dunque già a realizzarsi la funzione della atto scritto con data certa di cui all'art. 2787 c.c.

¹⁰¹ Vedi sempre Cass. 28 maggio 1998, n. 5264.

3.1. (Segue). Il valore di riferimento ai fini della sostituzione, la possibilità di sostituire tra loro beni appartenenti ad un diverso *genus* e le clausole di integrazione della garanzia

Un primo problema che la giurisprudenza ha tuttora lasciato insoluto, non avendolo mai affrontato, è quello della «equivalenza di valore» o «parità di valore» tra i beni originariamente oggetto di pegno e quelli destinati a sostituirli in esecuzione del patto di rotatività.

Come anzi detto, i giudici di legittimità si sono limitati a statuire che la sostituzione avvenga entro i limiti di valore dei beni originariamente oppignorati. Con ciò ingenerando il dubbio, di innegabile rilevanza pratica, se il momento temporale di riferimento per la determinazione del valore entro il quale la sostituzione realizza una surrogazione reale secondo la previsione del patto di rotatività sia quello dell'atto costitutivo del pegno ovvero quello in cui si attuano le singole sostituzioni.

Tale interrogativo, invero, non è di poco conto, stante la probabile oscillazione, e conseguente variazione, del valore di mercato del bene sottoposto a vincolo pignoratorio.

Se infatti, in caso di una variazione in aumento del valore dei beni oppignorati, si tenesse conto del momento costitutivo dell'atto di pegno, la sostituzione di tale bene con altri di siffatto valore, pur non arrecando alcun pregiudizio alle ragioni del creditore pignoratorio, attribuirebbe tuttavia un evidente vantaggio ai creditori chirografari, i quali potrebbero soddisfarsi – in sede fallimentare – anche sul valore residuo all'esito dell'esecuzione forzata sul bene sostituito, oltre che sul patrimonio del debitore quale garanzia generale ai sensi dell'art. 2740 c.c.

Nel caso opposto, ossia in quello di una variazione in diminuzione del valore del bene vincolato tale da non garantire sufficientemente le ragioni del creditore pignoratorio, la sostituzione di tale bene con un bene di maggior valore attuale migliorerebbe unicamente la posizione del creditore pignoratorio a fronte di un nocimento delle aspettative dei creditori chirografari.

In tale ipotesi, a ragione si potrebbero ravvisare gli estremi di una violazione della *par condicio creditorum*.

Sulla scorta delle suesposte osservazioni, la dottrina maggioritaria¹⁰² è orientata nel senso di considerare come momento per la determinazione dell'equivalenza tra i valori dei beni sostituiti quello, appunto, della sostituzione.

A ben vedere, tale impostazione non può che essere condivisa. Essa pare difatti perfettamente riflettere il carattere dell'unitarietà del rapporto economico e del sua programmaticità su cui il pegno rotativo, appunto, si regge: in sostanza, a seguito della sostituzione nei limiti del valore innanzi evidenziato nulla cambierebbe nelle ragioni sia del creditore pignoratizio, sia dei creditori chirografari. Salvo ovviamente l'inevitabile rischio di oscillazione del valore (anche) del bene sostituito, esattamente come accadrebbe al bene originariamente vincolato.

Ad ulteriore conferma della correttezza di tale tesi, è stato fatto notare¹⁰³ che anche nelle ipotesi di surrogazione reale contemplate dal Codice civile (cfr. artt. 2742, 2795, 2815, 2816 e 2825), sulle quali si sono rette le argomentazioni a fondamento dell'ammissibilità del pegno rotativo – quale fattispecie di surrogazione reale convenzionale –, la sostituzione dei beni in esse menzionati avviene sulla base «del valore che il bene possiede nel momento in cui si verifica l'evento che consente il ricorso a tale strumento».

Si deve tuttavia rilevare che la giurisprudenza di legittimità¹⁰⁴ nell'individuare le condizioni di ammissibilità del patto di rotatività letteralmente ha statuito che «la sostituzione dell'oggetto della garanzia (deve avvenire) entro i limiti di valore dei beni originariamente dati in pegno». Orbene, alcuni Autori¹⁰⁵ hanno ravvisato in tale formulazione l'adesione da parte della Cassazione alla tesi qui non accolta.

In realtà, la suddetta formulazione – sicuramente equivoca – non può certo intendersi nel senso che la Suprema Corte abbia voluto affrontare e

¹⁰² Tra gli interventi più significativi, si vedano, PISCITELLO, *op. cit.*, p. 102 e nota n. 145; RESCIGNO, *op. cit.*, p. 8; BULLO, PAVASINI, RIZZIERI, SANDEI, *Il pegno nei rapporti commerciali*, Milano 2005, p. 291; GABRIELLI, *Rotatività della garanzia, cit.*, p. 121; ID, *Il pegno, cit.*, p. 250; ID, *Il pegno "anomalo"*, Padova 1990, p. 218.

¹⁰³ Si veda RESCIGNO M., *op. ult. cit.*, p. 9.

¹⁰⁴ Si veda nuovamente il *leading case* in tema di ammissibilità del pegno rotativo, ossia, Cass. 28 maggio 1998, n. 5264.

¹⁰⁵ Così pare in BULLO, PAVASINI, RIZZIERI, SANDEI, *op. cit.*, p. 292.

risolvere anche siffatto ulteriore aspetto. Bensì, limitarsi a fugare ogni dubbio circa l'inammissibilità del pegno rotativo per violazione della *par condicio creditorum*. È infatti alla luce di tale principio che la Corte si pronunciò in tal senso. Ciò che invero ha maggiormente impegnato i giudici di legittimità è stata la preoccupazione che il creditore pignoratizio non fosse oltremodo tutelato a svantaggio dei creditori chirografari, ipotesi che (esattamente come precedentemente illustrato) sicuramente si realizzerebbe qualora il valore del bene sostituito risultasse maggiore (indi, “oltre”, non “entro”) del valore del bene sostituito.

Al contrario, è proprio tale affermazione giurisprudenziale che ha dato origine alla questione in esame.

Infine, si deve segnalare che le specifiche disposizioni di settore che hanno previsto *de facto* un pegno rotativo, non hanno contribuito a risolvere tale interrogativo. Difatti, «(le) regole sul pegno rotativo sull'insieme degli strumenti finanziari in gestione accentrata oscillano fra un criterio di predeterminazione del “valore del vincolo” (art. 34, comma 2, Decreto Euro e art. 46, comma 4, Regolamento mercati) ed un concetto di “parità di valore” (art. 46, comma 1, Regolamento mercati), che evoca invece un raffronto fra il valore degli strumenti finanziari sostituiti [...]»¹⁰⁶.

In ultima analisi, dunque, la questione in parola non potrà che essere affrontata e risolta nei termini innanzi evidenziati, ossia facendo riferimento al momento della sostituzione per determinare il valore dei bene da sostituire.

Ciò chiarito, si deve ora affrontare l'ulteriore criticità che proprio la tesi accolta sull'«equivalenza di valore» impone di affrontare, nonché concrete esigenze della prassi applicativa. Ossia quella delle previsione nel patto di rotatività della modalità di determinazione del valore. Dovendosi, per le cose dette, escludere che il valore di sostituzione possa essere predeterminato nel momento genetico del pegno rotativo, sarà pertanto opportuno definire espressamente il metodo di valutazione del valore dei beni che verranno scambiati.

¹⁰⁶ Così RESCIGNO M., *op. ult. cit.*, p. 9. Si rinvia inoltre a quanto dianzi esposto con riferimento agli strumenti finanziari dematerializzati nel paragrafo 2.1, *sub B*).

È stato innanzi evidenziato che il pegno rotativo è stato elaborato anche in ragione dei beni che normalmente esigevano, per proprie caratteristiche ontologiche, una frequente circolazione, ossia gli strumenti finanziari e, in particolare, i titoli di debito. Tali titoli, inoltre, si caratterizzano per il connotato breve termine di scadenza.

Ebbene, gli strumenti finanziari, attesa la funzione che sono chiamati a svolgere, si prestano ad una più agevole valutazione economica, mediante il riferimento a parametri certi offerti dal mercato dei valori mobiliari.

In carenza di siffatta previsione, è stato osservato¹⁰⁷ che il valore di sostituzione dovrà individuarsi con riferimento al «prezzo di realizzo», qualora il bene sostituito debba essere venduto, ovvero al «prezzo di mercato». Sebbene tale affermazione debba essere condivisa, è pur vero che il riferimento al «prezzo di mercato», che per gli strumenti finanziari consiste appunto nel mercato dei valori mobiliari, resta un parametro troppo vago e discrezionale.

È perciò oltremodo importante, al fine di evitare contestazioni, inserire nel patto di rotatività ulteriori parametri di riferimento tali per cui, alla data di sostituzione, il valore di equivalenza possa considerarsi di facile determinazione.

Fatte tali doverose precisazioni, si deve ora affrontare l'effettiva portata della necessità di indicare nella clausola di sostituzione lo specifico meccanismo di rotatività del diritto reale di garanzia (c.d. requisito di specificità) del quale si è solamente accennato nel paragrafo 3 che precede.

Tale richiamato requisito risponde all'esigenza di oggettivazione «di tutta la struttura complessiva della garanzia»¹⁰⁸. La prassi redazionale ha infatti mostrato come di sovente siano state utilizzate espressioni che certamente non permettono di indicare *ab inizio* le precise modalità di funzionamento del patto di rotatività, con la probabile conseguente inopponibilità del patto in parola.

Ne consegue che l'indicazione dei beni sui quali il vincolo pignoratizio andrà a trasferirsi in esecuzione del patto di rotatività assurge

¹⁰⁷ Si vedano RESCIGNO M., *op. ult. cit.*, p. 8; CHINÉ, voce *Pegno, II) Pegno Rotativo*, in *Enc. giur.*, Roma 2006, p. 6.

¹⁰⁸ Così GABRIELLI, *Rotatività della garanzia, cit.*, p. 120.

ad elemento determinante nell'ambito del richiamato requisito di «specificità», ai fini del rispetto del principio di determinatezza, ovvero determinabilità, dell'oggetto della garanzia.

Parte della dottrina¹⁰⁹ ha inoltre sostenuto che nella clausola di sostituzione non è indispensabile individuare analiticamente i beni sui quali si trasferirà la garanzia pignoratizia (ipotesi che comporterebbe una predeterminazione dei beni), ma è «sufficiente dettare le regole per la precisa determinazione degli stessi».

Tale ipotesi, invero, non pare sollevare particolari problemi in ordine alla validità del patto di rotatività per violazione dell'art. 1346 c.c., in quanto si tratterebbe di un caso di «determinabilità» dell'oggetto.

Al fine dunque di rispettare il requisito della «specificità» del patto di rotatività basterà definire dettagliatamente, onde evitare casi di indeterminatezza, il meccanismo sulla base del quale saranno attuate le singole sostituzioni¹¹⁰.

Anche su tale profilo la giurisprudenza non ha ancora avuto modo di pronunciarsi in modo univoco e risolutivo, ciononostante ha implicitamente confermato la possibilità di ricorrere a tale ultima modalità per la determinazione dei beni. Se, infatti ha ritenuto valida ed efficace la clausola con la quale era stato pattuito che i titoli costituiti in pegno fossero sostituiti con titoli analoghi acquistati con il ricavato della cessione dei primi¹¹¹, ha invece ritenuto eccessivamente generica, e pertanto inefficace, la clausola secondo la quale «i titoli che, con il consenso della banca, fossero depositati in sostituzione della garanzia sono soggetti all'originario vincolo di pegno»¹¹². Più di recente è stata ritenuta conforme al requisito in parola le descrizione dei titoli mediante denominazione completa e in riferimento al loro valore¹¹³.

¹⁰⁹ Si veda PISCITELLO, *op. cit.*, p. 96.

¹¹⁰ In tal senso si vedano CHINÉ, *op. cit.*, p. 6; BULLO, PAVASINI, RIZZIERI, SANDEI, *op. cit.*, p. 293.

¹¹¹ Si veda Trib. Genova 30 maggio 1997, in *banca, borsa, tit. cred.*, 1998, II, p. 578, con nota di LENER, *Pegno di titoli dematerializzati e di titoli in gestione patrimoniale: nuove indicazioni della giurisprudenza*.

¹¹² Si veda sempre Cass. 28 maggio 1998, n. 5264.

¹¹³ Si veda Trib. Milano 17 maggio 2004, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, II, p. 537.

Fatte queste doverose precisazioni, si può senza dubbio alcuno affermare che ben possono essere sostituiti beni appartenenti a un *genus* diverso da quelli originariamente oppignorati; d'altronde tale conclusione già poteva dedursi sia dalle norme codicistiche innanzi richiamate ai fini di evidenziare come il nostro ordinamento già prevede forme di surrogazione reale (ove i beni o diritti surrogati non appartengono al medesimo *genus*), sia dalla funzione del pegno rotativo in sé: trattasi infatti di una garanzia reale che prende in considerazione i beni vincolati sulla base del loro valore, prescindendo quindi dalla natura degli stessi.

Si può sin d'ora anticipare che, nonostante la dottrina da tempo si impegni, come appena rilevato, nel tentativo di fornire all'operatore indicazioni chiare e sicure in merito alle condizioni di ammissibilità del patto di rotatività – stante l'assenza di indicazioni in tal senso da parte sia della giurisprudenza che del legislatore –, persino il d. lgs. n. 170/04, al cui esame è dedicato il Capitolo Terzo, non ha affrontato l'importante aspetto del grado di specificità della «clausole di sostituzione» (ossia, del patto rotativo).

L'ultima questione che deve essere affrontata (ma non per questo è meno rilevante delle precedenti, al contrario, di notevole importanza visto quanto sarà detto nel paragrafo 10 del Capitolo Terzo), è se la «rotatività» debba intendersi solo nel senso della «sostituzione» dei beni ovvero anche nel senso della loro «integrazione».

La giurisprudenza che si è interessata del pegno rotativo non ha ancora avuto modo di pronunciarsi relativamente a tale aspetto.

Si deve innanzi tutto rilevare che la normativa speciale dettata per disciplinare il vincolo sul «valore dell'insieme» ex art. 46, comma 2, Regolamento mercati prevede, «a parità di valore», sia il meccanismo della sostituzione, sia quello della integrazione degli strumenti finanziari dematerializzati (al riguardo si veda il paragrafo 2.1 che precede).

Al contrario le norme codicistiche invocate dalla dottrina, prima, e dalla giurisprudenza, poi, per dare un fondamento normativo all'ammissibilità del pegno rotativo, si riferiscono ad ipotesi di «sostituzione» in ragione di vicende modificative del bene originariamente oppignorato. L'unica eccezione è rappresentata dall'art. 2743 c.c.

In realtà, la norma per ultimo citata, pur rappresentando un autentico caso di integrazione convenzionale della garanzia reale, è comunemente interpretata – sia dalla dottrina che dalla giurisprudenza¹¹⁴ – come una ipotesi di costituzione di una nuova garanzia, soggetta pertanto all'eventuale falcidia fallimentare qualora conclusa durante il c.d. periodo sospetto.

Si potrebbe quindi asserire l'esistenza di una discrasia tra la previsione della normativa speciale e quella codicistica¹¹⁵.

Tuttavia, per una corretta impostazione della questione in oggetto non si può prescindere dalle considerazioni innanzi effettuate in merito all'«equivalenza di valore» tra i beni da sostituire. Se, infatti, il valore di riferimento ai fini della sostituzione non può che essere, per le cose sopra dette, quello dei beni al momento della sostituzione, allora l'eventuale diminuzione di valore del bene originariamente oppignorato non potrà attribuire al creditore pignoratizio il diritto ad una integrazione della garanzia. E ciò per la necessità di ricomprendere gli effetti del patto rotativo all'interno di un'unitaria operazione economica ove la sostituzione non può e non deve pregiudicare le posizioni dei creditori chirografari.

È pertanto evidente che si potrebbe considerare ammissibile una ipotesi di integrazione nell'ambito di un patto di rotatività solo qualora si aderisse alla tesi (qui non accolta) secondo cui il valore di riferimento ai fini della sostituzione dei beni originariamente oppignorati debba essere quello che questi avevano al momento della costituzione della garanzia pignoratizia, salvo potersi rintracciare un interesse (talmente) meritevole di tutela da giustificare una deroga alla *par condicio creditorum*.

¹¹⁴ A tal riguardo si vedano, per tutti, ROPPO, *La responsabilità patrimoniale del debitore*, in *Tratt. Rescigno*², XIX, Torino 1997, p. 556; ANDRIOLI, *Della conservazione della garanzia*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1958, p. 50; RESCIGNO M., *op. ult. cit.*, p. 8. Negli appena citati scritti si dà anche atto del consolidato orientamento della giurisprudenza che abbraccia la tesi qui richiamata.

¹¹⁵ In tal senso anche RESCIGNO M., *op. ult. cit.*, p. 8.

Capitolo Terzo

IL PEGNO E IL D. LGS. 21 MAGGIO 2004, N. 170, SUI «CONTRATTI DI GARANZIA FINANZIARIA»

SOMMARIO: 1. *Le finalità della direttiva 2002/47/CE e del d. lgs. n. 170/04.* – 2. *L'ambito di applicazione del Decreto: profili soggettivi.* – 3. *Le «attività finanziarie» come il possibile oggetto dei contratti rientranti nell'ambito di applicazione del Decreto: a) gli «strumenti finanziari» [art. 1, lett. t), Decreto]. – 3.1. (Segue). b) Il «contante» [art. 1, lett. h), Decreto].* – 4. *La nozione di «contratto di garanzia finanziaria» [art. 1, lett. d), Decreto]: una nozione “trans-tipica” comprensiva anche (ma non solo) dei contratti costitutivi di un diritto di pegno su «attività finanziarie».* – 5. *Forma e presupposti di efficacia dei negozi costitutivi della «garanzia finanziaria» (artt. 2 e 3 Decreto): la apparente semplificazione della procedura costitutiva.* – 6. *La disciplina “speciale” della escussione del pegno (art. 4 Decreto).* – 7. *Il riconoscimento della ammissibilità delle clausole attributive del «potere di disposizione» delle «attività finanziarie» oggetto del pegno: il regime normativo delineato dall'art. 5 del Decreto.* – 7.1. (Segue). *L'obbligo di ricostituzione della «garanzia equivalente» e la relativa nozione [art. 1, lett. l), Decreto]: pegno rotativo ovvero pegno irregolare?.* – 8. *La clausola di compensazione per close-out: la compensazione come ulteriore tecnica di riduzione del rischio di credito (artt. 5 e 7 Decreto).* – 9. *La «clausola di sostituzione» del bene costituito in garanzia [art. 1, lett. g), Decreto]: ulteriore conferma normativa della ammissibilità del patto di rotatività.* – 10. *La «clausola di integrazione» del bene costituito in garanzia [art. 1, lett. e), Decreto]: una nuova «anomalia» della garanzia pignoratizia.* – 11. *La cessione del credito e il trasferimento della proprietà in funzione di garanzia (art. 6 Decreto).* – 12. *Il criterio di ragionevolezza commerciale nel realizzo e nella valutazione delle «attività finanziarie» (art. 8 Decreto)*

1. Le finalità della direttiva 2002/47/CE e del d. lgs. n. 170/04

Il d. lgs. del 21 maggio 2004, n. 170 (di seguito anche, il “Decreto”)¹¹⁶ ha recepito la direttiva 2002/47/CE del 6 giugno 2002 in

¹¹⁶ Il Decreto, pubblicato nella G.U. n. 164 del 15 luglio 2004, è entrato in vigore il 30 luglio 2004. Tra i contributi relativi al Decreto, hanno offerto uno studio d'insieme sulla genesi e le singole disposizioni in esso previste, *inter alia*, GUCCIONE, *I contratti di garanzia finanziaria*, Milano 2008; CANDIAN, *Garanzie finanziarie*, in *Enc. dir.*, Milano

materia di contratti di garanzia finanziaria, la c.d. *Collateral Directive* (di seguito, anche, la “Direttiva”)¹¹⁷. Lo scopo precipuo perseguito dal legislatore comunitario è stato quello di recepire alcune prassi operative che negli ultimi anni si sono imposte nei mercati finanziari internazionali, con l’evidente fine ultimo di attribuire certezza e definitività a siffatte operazioni finanziarie.

2008, II, t. 2, p. 607; NATOLI, *I contratti di garanzia finanziaria: normativa di settore o normativa di sistema?*, in *Scritti in onore di Marco Comporti*, Milano 2008, p. 1887; GABRIELLI, *Contratti di garanzia finanziaria*, in *Dig. disc. priv. – sez. civ.*, Torino (agg. 2007), III, t. 1, p. 300; ID, *Contratti di garanzia finanziaria, stabilità del mercato e procedure concorsuali*, in *R. d. priv.*, 2005, 3, p. 508, ora anche in *Contratto, mercato e procedure concorsuali*, Torino 2006, p. 253; MARINO, *Recepimento dell direttiva 2002/47/CE sui contratti di garanzia finanziaria. Le innovazioni nel diritto delle garanzie*, in *Rass. d. civ.*, 2005, p. 1184; ID, *La disciplina delle garanzie finanziarie. Profili innovativi*, Napoli 2006; BARTOLOMEI, MASTROPAOLO E. M., *Le garanzie finanziarie*, in *Tratt. Rescigno-Gabrielli*, Torino 2006, V, t. 2, p. 1497; MACARIO, *I contratti di garanzia finanziaria*, in *Scambi su merci e derivati su commodities. Quali prospettive?*, Milano 2006, p. 735; GAGLIARDI, *I contratti di garanzia finanziaria*, in *Diritto & Formazione*, 2005, n. 8; MAZZINI, *Ridotte le formalità di costituzione e utilizzo resta solo l’obbligo della forma scritta*, in *Guida normativa, Il Sole-24 Ore*, martedì 10 agosto 2004, p. 19; SARTORI, *I contratti di garanzia finanziaria nel d. lgs. 21 maggio 2004, n. 170: prime riflessioni*, in *R. d. banc.*, 2004, p. 3; CARRIERE, *La nuova normativa sui contratti di garanzia finanziaria. Analisi critica*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, p. 184; ID, *La nuova disciplina dei contratti di garanzia finanziaria*, in *D. prat. soc.*, 2004, p. 37. Per un’analisi approfondita sulla legge applicabile ai «contratti di garanzia finanziaria» e l’adozione del criterio di collegamento PRIMA (“*Place of the relevant intermediary approach*”) di cui all’art. 10 del Decreto, si veda VISMARA, *Legge applicabile alle garanzie su strumenti finanziari in forma scritturale*, in *D. comm. int.*, 2005, 2, p. 345; GARDELLA, *Le garanzie finanziarie nel diritto internazionale privato*, Milano 2007; ID., *La legge applicabile alle garanzie finanziarie tra localizzazione e autonomia privata: una prima ricognizione dopo l’attuazione della direttiva 2002/47/CE*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2005, p. 585.

¹¹⁷ La Direttiva, pubblicata nella G.U.C.E. n. L 168 del 27 giugno 2002, è entrata in vigore il medesimo giorno della pubblicazione e doveva essere attuata dagli Stati membri entro il 27 dicembre 2003 (tutti gli Stati membri hanno attuato la Direttiva, sebbene solo Austria e Regno Unito entro il termine in essa fissato). Fra i commenti alla Direttiva si segnalano, *inter alia*, GROSSI, *La direttiva 2002/47/CE sui contratti di garanzia finanziaria*, in *Europ. e d. priv.*, 2004, t. 1, p. 249; ANNUNZIATA, *Verso una disciplina comune delle garanzie finanziarie – Dalla convenzione dell’Aja alla Collateral Directive (direttiva 2002/47/CE)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, p. 177; GOGGIOLI, RIDI, *La legge comunitaria 2002: tutela del consumatore (art. 6), OICVM (art. 22) e contratti di garanzia finanziaria (art. 31)*, in *Nuove l. civ. comm.*, 2003, p. 493; MACARIO, *Contratti di garanzia finanziaria nella direttiva 2002/47/CE*, in *Contratti*, 2003, fasc. 1, p. 85, nonché in *Scienza e insegnamento del diritto privato*, Milano 2004, p. 859; MASTROPAOLO E. M., *La nuova normativa europea sui contratti di garanzia finanziaria*, in *Riv. d. comm.*, 2003, p. 519; FERRARINI, GIUDICI, *Le garanzie su strumenti finanziari nel diritto comunitario: orientamenti e prospettive*, in *Fallimento*, 2002, p. 999.

La *Collateral Directive* percorre un solco già tracciato da precedenti interventi comunitari volti a disegnare un quadro “armonizzato” di particolari settori giuridico-economici in grado di incidere sull’attuale sistema interno delle garanzie mobiliari. In merito, si possono ricordare il regolamento CE n. 1346/2000, relativo alle procedure di insolvenza, e la direttiva 1998/26/CE, sulla definitività degli ordini immessi in un sistema di pagamento o di regolamento titoli, nonché la più recente direttiva 2004/39/CE, relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

Tali provvedimenti, incluso quello in esame, cercano, da un lato, di riflettere le dinamiche del mercato finanziario internazionale, dall’altro, di garantire la libera circolazione di servizi e capitali, di fatto ostacolata dall’esistenza di divergenze fra le normative nazionali applicabili alle singole operazioni¹¹⁸.

In particolare, la Direttiva si propone l’obiettivo di «[...] creare un regime comunitario per la fornitura in garanzia di titoli e contante, con costituzione del diritto reale di garanzia o tramite trasferimento di proprietà [...]», allo scopo di favorire «[...] l’integrazione e l’efficienza del mercato finanziario dell’Unione europea e pertanto la libera prestazione dei servizi e la libera circolazione dei capitali nel mercato unico dei servizi finanziari»¹¹⁹.

Ciò che quindi la Direttiva si propone di evitare è il c.d. rischio sistemico, ossia il pericolo che un mercato unico con numerose discipline di diritto privato relative alla costituzione e realizzazione delle garanzie su strumenti finanziari ostacoli la contrattazione fra gli intermediari finanziari, con un evidente incremento dei costi di negoziazione¹²⁰. A tal riguardo, la necessità di elaborare una regolamentazione comune dei contratti di garanzia finanziaria trova le proprie radici in un ampio dibattito in merito al ruolo svolto nei mercati finanziari delle c.d. tecniche di attenuazione del

¹¹⁸ Vedi, in particolare, il III, IV e V Considerando della Direttiva, che evidenziano i principali obiettivi della normativa comunitaria.

¹¹⁹ Così il III Considerando della Direttiva.

¹²⁰ Sul rischio sistemico, si vedano FERRARINI, GIUDICI, *op. cit.*, p. 1001; GABRIELLI, *Contratti di garanzia finanziaria, stabilità del mercato e procedure concorsuali*, *op. cit.*, p. 508; GOGGIOLI, RIDI, *op. cit.*, p. 503.

rischio di credito (c.d. “*credit risk mitigation techniques*”)¹²¹. Con tale espressione si suole indicare sia le tradizionali garanzie reali e personali, sia i contratti derivati di credito utilizzati per trasferire il rischio di credito connesso ad operazioni di finanziamento bancario, nonché una serie di clausole contrattuali (quali ad esempio la *close-out netting*, della quale si dirà *infra* nel paragrafo 8) e di specifici contratti di finanziamento (quali ad es. il *repo*, ossia il contratto di pronti contro termine, di cui *infra* al paragrafo 11).

Nel corso di tale dibattito è appunto emersa la necessità di ridurre il «rischio di credito» (“*credit risk*”) delle operazioni finanziarie, al fine di esonerare il creditore dal rischio, e dall’eventuale conseguente costo, di recuperare quanto dovutogli (eventualmente facendo ricorso agli strumenti esecutivi riconosciutigli dalla garanzia, reale o personale, che normalmente è prevista in tali operazioni) e, quindi, di abbassare il costo complessivo del credito (è infatti chiaro che gli istituti di credito sarebbero più inclini a concedere finanziamenti ove fossero loro riconosciuti strumenti più agili e efficaci per recuperare il credito nel caso di debitore inadempiente, con una ovvia riduzione dei costi che i soggetti richiedenti il finanziamento dovrebbero sostenere).

La normativa in commento dovrebbe, pertanto, risultare fortemente innovativa, dovendo fornire al nostro ordinamento la possibilità di ridurre siffatto rischio, affinché il sistema finanziario italiano possa confrontarsi in termini di competitività – nella speranza di un conseguente adeguamento – con ordinamenti di matrice anglosassone, da sempre considerati più evoluti e meno complessi, soprattutto in tema di *collateral*.

Non pochi sono tuttavia gli aspetti problematici di questo Decreto, che, pur riguardando direttamente e specificamente i mercati finanziari, è destinato ad avere un impatto di grande rilievo anche sul diritto civile generale. Basta, difatti, una prima lettura per accorgersi con chiara evidenza quanto sia ampio e generalizzato l’ambito di applicazione della normativa in esame, sinteticamente individuato dalla nozione di «contratti di garanzia

¹²¹ L’espressione è mutuata dall’Accordo di Basilea II. Si veda, BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *International convergence of capital measurement and capital standard. A revised framework*, Basel 2006, paragrafo 109.

finanziaria» contenuta dall'art. 1 del Decreto (della cui portata si dirà ampiamente).

Difatti, nonostante le innanzi richiamate dichiarazioni di principio contenute nella Direttiva, sia il Decreto che la Direttiva stessa si caratterizzano per l'estrema frammentarietà del contenuto dispositivo; la normativa comunitaria offre invero soluzioni per i singoli, specifici aspetti problematici emersi nella prassi applicativa delle garanzie accessorie a operazioni finanziarie, ma non contiene una disciplina compiuta ed organica.

Allo stesso modo, il legislatore nazionale non pare abbia profuso eccessivi sforzi in sede di recepimento. Il Decreto, lungi dal dettare una regolamentazione compiuta dei «contratti di garanzia finanziaria», si presenta – in realtà – come un contenitore di precetti non coordinati con le disposizioni normative di riferimento già esistenti nel Codice civile, accorpati in modo disarmonico in un unico contesto normativo.

Ciò osservato, si spiega come la normativa in esame si presenti densa di novità e soluzioni per istituti alquanto complessi e dibattuti tra i nostri operatori (nella specie il pegno, nelle forme in cui oggi si presenta), ma, al contempo, di difficile interpretazione e applicazione, attesa l'accennata carenza di coordinamento con i richiamati istituti.

Per quanto si è detto, il nostro legislatore avrebbe dovuto, prima, identificare le specifiche cause del rischio (legale) di credito presenti nel nostro ordinamento e, poi, introdurre (secondo i principi dettati dalla Direttiva) precise deroghe alle norme che determinano il detto rischio ovvero regolamentare *ex novo* figure giuridiche non ancora espressamente previste dal nostro ordinamento.

L'evidente carenza sistematica del Decreto non ha certo però impedito che lo stesso contenesse disposizioni e nozioni di portata generale, tali da influenzare direttamente (almeno questo è quanto si tenterà di sostenere all'esito di un'operazione di interpretazione funzionalmente orientata e di coordinamento) istituti e discipline previsti dal nostro ordinamento.

Pertanto, visto l'ambito di analisi della presente trattazione, l'esame della Direttiva e del Decreto che seguirà si soffermerà specificamente sui

profili di carattere civilistico che possano riguardare direttamente o indirettamente il pegno, tralasciando, invece, la trattazione dei profili prettamente attinenti al diritto dei mercati.

Ciononostante, si deve segnalare che il Decreto ha svolto (o meglio, tentato di svolgere) anche una funzione di riordino in materia di mercati e garanzie finanziarie; l'art. 11 del Decreto, difatti, ha modificato o abrogato una serie di disposizioni del t.u.f. e del d. lgs. n. 210/01 (attuativo della direttiva 98/26/CE sulla definitività degli ordini immessi in un sistema di pagamento o di regolamento titoli).

Tutto ciò premesso, è doveroso segnalare che il Parlamento europeo, in data 18 dicembre 2008, ha approvato – nell'ambito di una procedura di codecisione – una proposta di direttiva che, fra l'altro, intende modificare la direttiva 2002/47/CE (di seguito anche la "Proposta")¹²².

Nel corso dei lavori preparatori sono emerse delle considerazioni che, prendendo atto che la Direttiva ha «facilitato il ricorso alle garanzie finanziarie nel mercato finanziario europeo»¹²³, lasciano chiaramente intendere che la Proposta è finalizzata all'adeguamento della Direttiva secondo le istanze giunte dai Paesi membri della UE (a seguito della valutazione interna sull'effettivo impatto che le singole normative di attuazione hanno prodotto negli ordinamenti nazionali) e le necessità indotte dall'attuale crisi in cui versano i mercati finanziari. In particolare, la crisi dei mercati finanziari e la conseguente sfiducia nei confronti degli stessi da

¹²² Nell'ambito della procedura 2008/0082 (COD), il Parlamento europeo ha adottato in data 18/12/2008 una risoluzione legislativa con la quale ha approvato la proposta di direttiva presentata dalla Commissione europea che «modifica la direttiva 98/26/CE concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli e la direttiva 2002/47/CE relativa ai contratti di garanzia finanziaria per quanto riguarda i sistemi connessi e i crediti (COM(2008)0213 – C6 – 0181/2008 – 2008/0082 (COD))» e, contestualmente, ha chiesto alla Commissione europea di «presentargli nuovamente la proposta qualora intenda modificarla sostanzialmente o sostituirla con un nuovo testo». Si deve inoltre segnalare che, vista la speciale «procedura di codecisione» che si sta seguendo e le ragioni di urgenza espresse nella relazione della Commissione per i problemi economici e monetari del 5 dicembre 2008, nel parere del Comitato economico e sociale europeo del 3 dicembre 2008 e nel parere della Banca centrale europea del 12 settembre 2008, la direttiva di modifica in parola sarà verosimilmente adottata in tempi brevissimi.

¹²³ Così la «Relazione di valutazione sulla direttiva relativa ai contratti di garanzia finanziaria» predisposta dalla Commissione europea in data 20 dicembre 2006 in ottemperanza all'art. 10 della Direttiva.

parte degli operatori hanno indotto gli organi della UE ha ritenere indispensabile la necessità di adeguare e rafforzare il sistema normativo dei contratti di garanzia finanziaria al fine di contribuire ad una rapida ripresa dei mercati, agevolando la circolazione della ricchezza e, di conseguenza, aumentando la disponibilità di “liquidità”¹²⁴.

A rigore, difatti, tale necessità potrebbe essere soddisfatta ove le operazioni di finanziamento fossero assistite da una “adeguata” garanzia.

Alla luce della Proposta e delle relative valutazioni, l’esame della struttura del pegno, nelle sue forme «anomale» e coordinato con le novità introdotte dal Decreto (e con quelle che saranno introdotte dalla normativa di attuazione della direttiva in cui sarà trasfusa la Proposta), assume quindi oggi maggiore importanza e rilievo nell’ambito del complesso sistema dei mercati finanziari.

¹²⁴ Per una migliore comprensione del contesto in cui ha preso forma la Proposta e delle ragioni che ne hanno determinato il contenuto (di cui *infra* si accennerà), giova riportare alcuni passi della documentazione ufficiale che ha sinora segnato il procedimento di definizione della Proposta. Con riguardo al relazione di accompagnamento alla Proposta del 23 aprile 2008, la Commissione ha affermato che «(l)e recenti, e tuttora perduranti, turbolenze sui mercati finanziari hanno fornito un ulteriore argomento a favore della proposta, dato che le soluzioni in essa avanzate darebbero un importante contributo al rafforzamento degli strumenti di gestione dell’instabilità e delle turbolenze sui mercati finanziari». Relativamente al parere del Comitato economico e sociale europeo (“CESE”) del 3 dicembre 2008, il Comitato esprime le seguenti considerazioni: «L’iniziativa è nata oltre un anno fa, quando non era ancora insorta la crisi americana dei *subprime*, poi estesasi con le note conseguenze alla comunità finanziaria globale. I primi sintomi di crisi, a livello di singoli istituti, si sono manifestati con problemi di liquidità, presto tramutatisi in problemi di solvibilità [...]. La presente situazione mette in evidenza la necessità che il mercato sia garantito da un collaterale adeguato; nuovi tipi di collaterale sono benvenuti, ma a condizione che essi non diminuiscano la qualità delle garanzie» (cfr. paragrafo 1.2). Aggiunge, precisando, che « (i)l parere del CESE fa astrazione dalla situazione contingente. In tempi "normali" le regole sull’operatività dei partecipanti e dei sistemi, così come la qualità del collaterale, devono essere rigorosi, ma in emergenza devono diventare flessibili senza per questo perdere di rigore. La direttiva dovrebbe contenere una norma che permetta ai sistemi, sotto la responsabilità delle autorità di controllo, di adottare misure eccezionali per fronteggiare le emergenze» (cfr. paragrafo 1.6). Infine, suffraga la scelta della Commissione di proporre una direttiva di modifica, sottolineando che, « (i)noltre, come di norma nel caso di direttive di adeguamento, la Commissione approfitta dell’occasione per introdurre un certo numero di semplificazioni e chiarimenti. In definitiva, si intende adeguare la regolamentazione alle evoluzioni del mercato, una misura tanto più necessaria se si tiene conto delle recenti turbolenze dei mercati, i cui effetti possono divenire di estrema rilevanza come conseguenza della globalizzazione» (cfr. paragrafo 2.4).

2. L'ambito di applicazione del Decreto: profili soggettivi

L'art. 1, comma 1, lett. *d*), del Decreto individua, tassativamente, l'ambito soggettivo di applicazione della nuova disciplina. In virtù di questa disposizione le parti che stipulano un «contratto di garanzia finanziaria» ai sensi del Decreto devono far parte di una delle seguenti categorie:

1) autorità pubbliche, inclusi gli organismi del settore pubblico degli Stati membri incaricati della gestione del debito pubblico o che intervengano in tale gestione o che siano autorizzati a detenere conti dei clienti, con l'esclusione delle imprese assistite da garanzia pubblica;

2) banche centrali, la Banca centrale europea, la Banca dei regolamenti internazionali, le banche multilaterali di sviluppo, come definite all'art. 1, punto 19), della direttiva 2000/12/CE del 20 marzo 2000¹²⁵, il Fondo monetario internazionale e la Banca europea per gli investimenti;

3) enti finanziari sottoposti a vigilanza prudenziale, inclusi: (a) enti creditizi, come definiti dall'articolo 1, punto 1), della direttiva 2000/12/CE, inclusi gli enti elencati all'art. 2, par. 3, della medesima direttiva¹²⁶; (b) imprese di investimento, come definite dall'art. 1, punto 2),

¹²⁵ Si deve segnalare che la direttiva 2000/12/CE è stata abrogata dalla direttiva 2006/48/CE, di talché il rinvio effettuato dal punto 2 dell'art. 1, lett. *d*), per l'individuazione della definizione di «banche multilaterali di sviluppo», dovrà coordinarsi con la detta direttiva abrogativa. La direttiva 2006/48/CE non contiene una definizione espressa di tali banche, tuttavia, dall'Allegato VI, parte I, *sub* 4), si desume che la direttiva in parola prende in considerazione le «banche multilaterali di sviluppo» come una categoria oramai accettata e acquisita dal gergo internazionale, tant'è che, oltre che fare riferimento alle stesse banche elencate nell'abrogato articolo 1, punto 19), della direttiva 2000/12/CE, elenca anche altre banche intendendole come incluse nella generica categoria di «banche multilaterali di sviluppo». Si può pertanto affermare che il concetto di «banche multilaterali di sviluppo» come inteso dalla direttiva 2006/48/CE sia più ampio di quello espresso nell'elenco previsto dall'abrogata direttiva 2000/12/CE. Pur tuttavia, secondo l'art. 158, paragrafo 2, direttiva 2006/48/CE «(i) riferimenti alle direttive abrogate si intendono fatti alla presente direttiva e vanno letti secondo la tavola di concordanza che figura all'allegato XIV». Si può quindi affermare che, sulla base di una interpretazione logica, ai fini dell'individuazione delle «banche multilaterali di sviluppo» di cui al Decreto, ben si possa fare riferimento alle previsioni della direttiva 2006/48/CE, pur non contenendo questa una espressa definizione o elenco delle banche in questione (a differenza di quanto, invece, facesse la direttiva 2000/12/CE, la quale prevedeva un elenco che poteva ritenersi esaustivo). Da quanto detto, si evince un'evidente estensione dell'ambito soggettivo di applicazione del Decreto.

¹²⁶ Anche gli «enti creditizi» sono individuati mediante un rinvio alla direttiva 2000/12/CE abrogata dalla direttiva 2006/48/CE. La direttiva abrogativa, pur contenendo una definizione di «enti creditizi» meno ampia di quella prevista nella direttiva abrogata

della direttiva 93/22/CE del 10 maggio 1993¹²⁷; (c) enti finanziari, come definiti dall'art. 1, punto 5), della direttiva 2000/12/CE¹²⁸; (d) imprese di assicurazione, come definite dall'art. 1, lett. a), della direttiva 92/49/CEE del 18 giugno 1992, e dall'art. 1, lett. a), della direttiva 92/96/CEE del 10 novembre 1992; (e) organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, quali definiti dall'art. 1, paragrafo 2, della direttiva 85/611/CEE del 20 dicembre 1985; (f) società di gestione, quali definite dall'art. 1-bis, paragrafo 2, della direttiva 85/611/CEE del 20 dicembre 1985;

4) controparti centrali, agenti di regolamento o stanze di compensazione, quali definiti dalla direttiva 98/26/CE del 19 maggio 1998, art. 2, rispettivamente alle lett. c), d) ed e), inclusi enti analoghi che operano sui mercati dei contratti *futures*, come definiti dall'art. 1, comma 2, lett. f), del t.u.f., delle opzioni e dei prodotti finanziari derivati non sottoposti a tale direttiva¹²⁹;

(cfr. art. 4), prevede – all'art. 158 e all'Allegato XIV – che i riferimenti della direttiva 2000/12/CE debbano intendersi fatti a tale direttiva abrogativa. Nonostante la non coincidenza delle due nozioni, pare non debbano sussistere elementi ostativi ad effettuare un rinvio “oltre” *tout court* visto che entrambe le direttive citate si fondano sui medesimi elementi funzionali legati alla «vigilanza prudenziale». In merito alla nozione di «attività bancaria», si vedano, *ex plurimis*, DESIDERIO, *L'attività bancaria (fattispecie ed evoluzioni)*, Milano 2004, *passim*; ARTALE, *L'impresa bancaria. Le attività esercitabili, in Il governo delle banche: commento al Testo Unico Bancario e alla normativa collegata*, Torino 2006, p. 65; GIORGIANNI, TARDIVO, *Diritto bancario. Banche contratti e titoli bancari*, Milano 2006, p. 363.

¹²⁷ La direttiva 93/22/CE, alla quale il Decreto rinvia per definire le «imprese di investimento», è stata abrogata dalla direttiva 2004/39/CE, che, nel prevedere una definizione della categoria in parola, introduce nuove attività tra i servizi di investimento prima non inclusi nella direttiva abrogata. L'apparente carenza di coordinamento tra le due definizioni è, comunque, risolta dall'art. 69 della direttiva abrogativa 2004/39/CE, il quale dispone che «i riferimenti alla direttiva 93/22/CEE s'intendono fatti alla presente direttiva». Anche in tal caso, si può rilevare un'ulteriore estensione dell'ambito soggettivo di applicazione del Decreto. Sulla definizione di «impresa di investimento», si vedano CERA, *Le società d'intermediazione mobiliare*, in *Tratt. Colombo-Portale*, X, t. 2, Torino 1993, p. 15; COSTI, ENRIQUES, *op. cit.*, p. 296.

¹²⁸ Riguardo alla definizione di «enti finanziari», attesa l'abrogazione della direttiva 2000/12/CE ad opera della direttiva 2006/48/CE, non si pongono particolari problemi, in quanto la due definizioni corrispondono e comunque l'art. 158 della direttiva 2006/48/CE prevede che «i riferimenti della direttiva 2000/12/CE debbano intendersi fatti a tale direttiva abrogativa».

¹²⁹ Nonostante la profonda modifica del t.u.f. intervenuta nel 2007 (come ampiamente evidenziato nel paragrafo 2 del Capitolo Secondo che precede), la formulazione residuale del punto 4, lett. d), comma 1, dell'art. 1 del Decreto [cfr. «(...) delle opzioni e dei prodotti finanziari derivati non sottoposti (alla direttiva 98/26/CE)»], permette – senza particolari problemi di coordinamento – di estendere l'ambito di

5) «persone diverse dalle persone fisiche, incluse imprese e associazioni prive di personalità giuridica, purché la controparte sia un ente definito ai numeri da 1) a 4)».

L'originaria proposta di Direttiva presentata dalla Commissione europea [cfr. COM (2001) 168, del 27 marzo 2001] non includeva, invero, quest'ultima categoria, di talché il decreto attuativo avrebbe potuto introdurre una disciplina di carattere settoriale, destinata, cioè, a incidere esclusivamente all'interno del sistema in cui operano i soggetti "qualificati" di cui ai punti da 1) a 4) di cui sopra. Tali soggetti sono genericamente anche detti soggetti "finanziari", aggettivo che però non verrà utilizzato nel proseguo vista la restrittiva qualificazione che verrebbe così attribuita ai soggetti di cui ai punti da 1) a 4) (circa l'opportunità di utilizzare la connotazione "finanziaria" per caratterizzare pressoché ogni aspetto disciplinato dal Decreto si dirà nel Capitolo Quarto).

Pertanto, al fine di evitare che soggetti non "qualificati", quali imprese commerciali, fossero poste nelle condizioni di non poter beneficiare del nuovo regime, detta categoria è stata, a ragione, inserita nella Direttiva nel corso dei lavori preparatori di quest'ultima.

Nonostante quanto innanzi osservato, si deve segnalare che la Direttiva ha comunque lasciato agli Stati membri la possibilità di limitare il campo soggettivo di applicazione ai soli soggetti "qualificati", escludendo cioè la categoria di cui al punto 5) summenzionato (cfr. art. 1, comma 3).

Di tale facoltà non si è avvalso, a ragione, lo Stato italiano.

Un'eventuale scelta in senso contrario avrebbe creato, in concreto, delle disparità di trattamento tra gli operatori italiani e quelli di altri Stati membri della UE e avrebbe, inoltre, innescato dei meccanismi di «arbitraggio normativo»¹³⁰ da parte delle imprese intenzionate ad usufruire comunque della disciplina "estesa" prevista dalla Direttiva.

A tale congegno gli operatori italiani ricorrevano già sovente prima dell'entrata in vigore del Decreto scegliendo, quale legge applicabile alle obbligazioni finanziarie, la legge inglese (come già detto, più evoluta e

applicazione soggettivo del Decreto a ipotesi non rientranti nelle definizioni previste dalla direttiva 98/26/CE.

¹³⁰ Così GROSSI, *op. cit.*, p. 258.

duttile). Si deve tuttavia rilevare che, nonostante la libertà di scegliere la legge applicabile riconosciuta dalla Convenzione di Roma (e ora ribadita dal Regolamento CE 864/2007, c.d. regolamento “Roma II”), spesso siffatta strada risultava ostacolata per le imprese italiane dallo sbarramento imposto dalle norme di applicazione necessaria di cui all’art. 17 della l. n. 218/95 (legge di riforma del diritto internazionale privato). È pertanto ragionevole sostenere che, vista la portata innovatrice delle disposizioni in questione, un’eventuale scelta a favore della legge applicabile in uno Stato che avesse adottato la nuova normativa avrebbe trovato il medesimo ostacolo.

Venendo ora al contenuto della categoria di cui al punto 5) in parola, che ripropone la medesima formulazione adottata dalla Direttiva [cfr. art. 1, comma 2, lett. e)], non ci si può esimere dall’osservare che sarebbe stata auspicabile una formulazione tecnicamente più adeguata, atteso, tra l’altro, che nell’ordinamento italiano il soggetto che svolge un’attività di impresa non è l’«impresa» in sé, bensì l’imprenditore (cfr. art. 2082 c.c.), sia esso organizzato in un ente collettivo ovvero in una impresa individuale.

Si deve perciò innanzi tutto chiarire se la disciplina possa trovare applicazione anche nei casi in cui controparte di uno dei soggetti “qualificati” sia un “imprenditore individuale”, in quanto – comunque – «persona fisica».

A ben vedere, l’espressione «[...] prive di personalità giuridica» di cui al punto 5), deve intendersi riferita sia alle «associazioni» che alle «imprese», e non solo alle prime.

Inoltre, l’atecnicità della richiamata previsione non può che attribuirsi anche ad una impropria traduzione del testo inglese della Direttiva, la quale recita: «*a person other than a natural person, including unincorporated firms and partnerships*». Ebbene, entro le figure di «*unincorporated firms*» e di «*partnerships*» possono essere ricondotte sia le imprese commerciali normalmente prive di personalità giuridica, quali le società di persone, sia le associazioni. Tratto comune di tali categorie è infatti che esse sono prive della personalità giuridica, attribuita unicamente

alle “*company*” (e alle “*corporation*”, secondo la terminologia statunitense)¹³¹.

In ultima analisi, dunque, il punto 5) di cui all’art. 1, comma 1, lett. d) del Decreto deve essere interpretato nel senso di escludere le «persone fisiche», a nulla rilevando che esse svolgano attività di impresa, ed includere tutti gli enti collettivi, siano essi dotati o meno di personalità giuridica.

Si può pertanto concludere che la normativa in esame non può valere per i «contratti di garanzia finanziaria» stipulati da un “imprenditore individuale”¹³², mentre può applicarsi alle fondazioni, nonché alle associazioni, sebbene prive di personalità giuridica, in linea con il tenore letterale del punto 5) in questione.

Dall’ambito soggettivo di applicazione del Decreto sono quindi esclusi quei soggetti che si presumono non dotati di una sufficiente avvedutezza giuridico-economica che permetta loro di confrontarsi pariteticamente con i soggetti “qualificati”, e cioè, secondo la valutazione del legislatore, tutte le «persone fisiche» (non solo i «consumatori»¹³³ in senso stretto), a prescindere dagli scopi per i quali stipulano il contratto, e quindi anche se agiscono per finalità riconducibili ad una attività imprenditoriale ovvero ad una libera professione.

È quindi indubbio che i «consumatori» non possano rientrare nell’ambito soggettivo di applicazione del Decreto.

Le suesposte osservazioni, tuttavia, non possono non tener conto anche delle posizioni assunte dai vari organi coinvolti nell’*iter* di approvazione della richiamata Proposta di modifica della Direttiva.

¹³¹ Si veda DE FRANCHIS, *Law dictionary*, Milano 1984, in particolare le voci «*incorporated*», «*firm*» e «*partnership*». Tra l’altro, anche la prassi commerciale internazionale è in linea con le proposte traduzioni. In senso contrario, invece, CANDIAN, *op. cit.*, p. 611, la quale nega che alle richiamate categorie di matrice anglo-sassone possano essere ricondotte anche le associazioni non riconosciute di cui agli artt. 36 ss. c.c.

¹³² In tal senso anche MACARIO, *op. cit.*, p. 89; GUCCIONE, *op. cit.*, p. 57. Sono di contrario avviso, invece, CANDIAN, *op. cit.*, p. 611; SARDO, *La disciplina del contratto di garanzia finanziaria: appunti sul D. Lgs. 21 maggio 2004, n. 170*, in *Contratti*, 2005, fasc. 6, p. 620; MASTROPAOLO E. M., *op. ult. cit.*, p. 526.

¹³³ Ove per «consumatore» si intende «la persona fisica che agisce per scopi estranei all’attività imprenditoriale o professionale eventualmente svolta». Tale nozione era prevista dall’abrogato art. 1469-*bis*, comma 2, c.c. ed ora trasfusa nell’art. 3, comma 1, lett. a), del d. lgs. 6 settembre 2005, n. 206 (Codice del Consumo).

A tal proposito, è opportuno fare menzione di alcune previsioni contenute nella Proposta (come definita nel paragrafo 1 del presente Capitolo), nonché nelle varie relazioni e pareri che hanno segnato *l'iter* della relativa procedura di approvazione, per trarre alcune indicazioni circa i nuovi intenti del legislatore comunitario relativamente a tale ambito soggettivo di applicazione.

Al fine di affrontare tale analisi, si deve anticipare che la Proposta prevede un ampliamento dell'ambito oggettivo di applicazione della normativa in questione introducendo anche i «crediti» (di tale previsione e della sua rilevanza si dirà *infra* nel paragrafo 3.1), oltre al «contante» e agli «strumenti finanziari», già previsti dalla Direttiva.

Ciò detto, si rileva che il Comitato economico e sociale europeo (di seguito anche "CESE"), nel proprio parere del 3 dicembre 2008 in merito, appunto, alla Proposta, ha affermato che «(l)a proposta è stata redatta sulla base di una serie di consultazioni con la BCE, le banche centrali nazionali, ed un'ampia gamma di operatori e organizzazioni del settore. Ci si è soffermati in particolare sui diritti dei consumatori, concludendo che "le disposizioni relative ai crediti [...] non mirano a limitare i diritti dei consumatori, in particolare i diritti sul credito al consumo", in quanto i crediti in questione sono quelli idonei come garanzia per le operazioni di credito delle banche centrali, "il che in linea di principio esclude i crediti dei singoli consumatori"» (cfr. paragrafo 2.5 del richiamato parere del CESE).

Da quanto riportato, si evince implicitamente che lo stesso Comitato non dubita circa la necessità di tutelare i «consumatori» escludendoli (quale immediata conseguenza della espressa esclusione dei «crediti dei singoli consumatori» dall'ambito oggettivo di applicazione) dall'ambito di applicazione della Proposta. Tale dichiarazione appare in linea con le considerazioni relative al Decreto innanzi sollevate con riguardo a tale categoria.

Si deve, tuttavia, rilevare che l'attuale versione della Proposta prevede di aggiungere (sotto una nuova lettera) al paragrafo 4 dell'art 1 della Direttiva (ossia il paragrafo relativo ai beni che possono costituire garanzia finanziari) una specifica disposizione la quale preveda che «gli Stati membri possono escludere dal campo di applicazione della presente

direttiva i crediti per i quali il debitore è un consumatore quale definito dall'articolo 3, lett. *a*), della direttiva 2008/48/CE¹³⁴ [...], relativa ai contratti di credito ai consumatori, o una microimpresa o piccola impresa quale definita dall'articolo 1 e dall'articolo 2, paragrafi 2 e 3, dell'allegato alla raccomandazione della Commissione 2003/361/CE del 6 maggio 2003 [...] salvo i casi in cui il beneficiario della garanzia o il datore della garanzia di tali crediti sia uno degli enti di cui all'articolo 1, paragrafo 2, lett. *b*), della presente direttiva».

Orbene, tale disposizione (qualora fosse approvata in via definitiva), oltre che sembrare in contraddizione con quanto appena rilevato in merito alla posizione del CESE, lascia intendere che il legislatore europeo potrebbe aver radicalmente mutato orientamento.

Invero, la riportata (proposta) previsione, attribuendo agli Stati membri la “possibilità” di escludere dal campo di applicazione i «crediti per i quali il debitore è un consumatore [...] o una microimpresa o piccola impresa» qualora non siano coinvolti i soggetti “qualificati” di cui all'art. 1, paragrafo 2, lett. *b*) della Direttiva (come modificato secondo l'attuale tenore della Proposta), lascia implicitamente intendere che l'ambito soggettivo di applicazione si estenderà, di regola, anche ai «consumatori» (oltre che alle «piccole imprese» e alle «microimprese»); e ciò varrà tanto nel caso in cui oggetto della garanzia finanziari sia un «credito», quanto nel caso in cui si tratti di «contante» o di «strumenti finanziari».

Difatti, la riportata previsione, esprimendosi in termini negativi – ossia escludendo casi specifici dal proprio ambito di applicazione –, dà atto che il generale ambito soggettivo di applicazione comprenderà anche quelle categorie che, appunto, potrebbero essere escluse dai singoli Stati membri con una precisa scelta normativa.

Pertanto, qualora la Proposta venga definitivamente approvata negli attuali termini, sarà difficile negare che il generale ambito soggettivo di applicazione della normativa comprenderà, di fatto, ogni operatore del mercato, compresi quindi anche quegli operatori generalmente ritenuti meno “affidabili”, in quanto normalmente non dotati di quella avvedutezza

¹³⁴ Ossia, «una persona fisica che, nell'ambito delle transazioni disciplinate dalla presente direttiva, agisce per scopi estranei alla sua attività commerciale o professionale».

giuridico-economica che permetta loro di essere considerati al pari dei soggetti “qualificati”, nonché degli stessi enti collettivi.

Senonché, dovendosi rammentare che i «crediti» dovrebbero formare oggetto di garanzie finanziarie, sorge spontaneo chiedersi se il «credito» verso un consumatore possa ritenersi «un collaterale adeguato» e in grado di «non diminuire la qualità delle garanzie» (cfr. il summenzionato parere del CESE), al fine di restituire fiducia agli operatori del mercato finanziario.

Tanto osservato, non ci si potrà esimere dall’interrogarsi se il legislatore comunitario, introducendo la detta previsione ed estendendo l’ambito di applicazione soggettivo anche ai «consumatori» (e, di conseguenza, a tutti gli operatori del mercato), non stia adottando un provvedimento “azzardato”. Le «recenti turbolenze dei mercati» hanno infatti ingenerato l’idea che debbano essere approntate regole più rigorose al fine di proteggere, in special modo, i soggetti più “deboli” e “meno avveduti” dei soggetti “qualificati” (quale è la categoria dei c.d. risparmiatori, che in tale prospettiva non può che in parte sovrapporsi con quella dei «consumatori»): soggetti reputati incolpevoli dell’attuale crisi dei mercati finanziari. Esigenza che, in realtà, sembra inconciliabile con le innanzi richiamate previsioni attualmente contenute nella Proposta di modifica della Direttiva.

3. Le «attività finanziarie» come il possibile oggetto dei contratti rientranti nell’ambito di applicazione del Decreto: a) gli «strumenti finanziari» [art. 1, lett. t), Decreto]

La tematica dell’ambito di applicazione è di estremo rilievo, posto che la disciplina prevista dal Decreto risulta, in gran parte, derogativa (come si vedrà) della disciplina generale delle garanzie reali mobiliari conosciute dal nostro ordinamento, invero il solo pegno.

Presupposto fondamentale per l’applicazione del Decreto è che si tratti di una garanzia avente ad oggetto «attività finanziarie», cioè contante o strumenti finanziari ai sensi dell’art. 1, comma 1, lett. c), del Decreto.

Con riguardo ad una generale introduzione sulla natura degli strumenti finanziari, al loro rapporto con i titoli di credito e alle modalità di costituzione di una garanzia reale sugli stessi, si veda quanto già ampiamente esposto nei paragrafi 2 e 2.1 del Capitolo Secondo che precede.

Il legislatore individua la nozione di «strumenti finanziari» rinviando, parzialmente, alla definizione formulata dal t.u.f. Difatti, l'art. 1, lett. *t*), del Decreto stabilisce che per strumenti finanziari devono intendersi «gli strumenti finanziari di cui all'art. 1, secondo comma, lett. da *a*) a *e*) del Testo unico della Finanza [...]», indipendentemente dalla loro rappresentazione “materiale” o meno (ossia, dematerializzati o decartolarizzati).

A tal riguardo, si deve rammentare che il Decreto MiFID (come definito nel paragrafo 2 del Capitolo Secondo che precede) ha riformulato il comma 2 dell'art. 1 del t.u.f.¹³⁵; sicché – non avendo il richiamato decreto introdotto nell'attuale versione del t.u.f.¹³⁶ una clausola di coordinamento con la precedente versione atta a disciplinare eventuali riferimenti o rinvii a definizioni o previsioni che sono ora state modificate –, è necessario affrontare tale carenza di coordinamento.

Si può anzi tutto affermare che dalla definizione di «strumenti finanziari» rilevante ai fini dell'applicazione del Decreto dovranno restare

¹³⁵ L'abrogato comma 2 dell'art. 1 del t.u.f. aveva il seguente tenore letterale: «Per "strumenti finanziari" si intendono: a) le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali; b) le obbligazioni, i titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali; c) le quote di fondi comuni di investimento; d) i titoli normalmente negoziati sul mercato monetario; e) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permetta di acquisire gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici; f) i contratti "futures" su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; g) i contratti di scambio a pronti e a termine (*swaps*) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (*equity swaps*), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; h) i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi di interesse, a valute, a merci e ai relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; i) i contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi d'interesse, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; j) le combinazioni di contratti o di titoli indicati nelle precedenti lettere.

¹³⁶ Il comma 2 dell'art. 1 del t.u.f. come oggi modificato e integrato a seguito dell'intervento del Decreto MiFID è integralmente riportato nella nota n. 43.

esclusi gli strumenti finanziari derivati, di cui alle lettere da *d*) a *j*) dell'art. 1, comma 2, del t.u.f., *post* Decreto MiFID, e di cui alle lettere da *f*) a *j*), *ante* Decreto MiFID. A riprova di tale affermazione basti rammentare che gli strumenti finanziari non si prestano per loro natura a costituire oggetto di una garanzia reale mobiliare, in quanto trattasi di rapporti giuridici complessi tra due o più soggetti, normalmente riconducibili al contratto, piuttosto che di semplici situazioni giuridiche in capo ad un solo soggetto (quale è la posizione del titolare di un'azione ovvero di una obbligazione), riconducibili a diritti soggettivi.

Si tratta, pertanto, di stabilire se gli strumenti finanziari che possono costituire oggetto di garanzie finanziarie debbano essere individuati facendo ricorso ad una lettura del Decreto *ratione temporis* ovvero ad una interpretazione logica che estenda l'ambito di applicazione oggettivo del Decreto a tutti gli strumenti finanziari attualmente elencati dal t.u.f., come modificato e integrato, con esclusione di quelli derivati.

Ebbene, atteso che il Decreto nell'attuare la Direttiva non aveva accolto tutti gli strumenti finanziari che rientrano nella nozione prevista dalla lett. *e*), paragrafo 1, art. 2 della Direttiva – essendo stato omissso il riferimento al «[...] titolo normalmente negoziato [...] che comporti un pagamento in contanti (esclusi gli strumenti di pagamento) inclus(i) [...] crediti e diritti diretti relativi ad uno degli elementi precedenti» –, pare corretto ritenere che il legislatore italiano avesse compiuto una precisa scelta circa gli specifici strumenti finanziari ai quali potesse applicarsi il Decreto stesso. Tale considerazione pare tanto più fondata ove si constati la somiglianza del suddetto omissso titolo con quello previsto dalla lett. *d*) di cui all'elencazione dei «valori mobiliari», ora inclusi sotto la lett. *a*) tra gli strumenti finanziari secondo il comma 2, art. 1, del t.u.f., come modificato e integrato¹³⁷.

Si può pertanto concludere che sia legittimo considerare come «attività finanziarie» gli strumenti finanziari originariamente richiamati dalla lett. *t*), comma 1 dell'art. 1 del Decreto, secondo una interpretazione *ratione temporis*.

¹³⁷ Per verificare tale somiglianza si veda la nota n. 43.

Occorre infine rilevare (come già anticipato nel paragrafo 2 del Capito secondo che precede) che nella definizione di «strumenti finanziari» proposta dell'art. 1, lett. *t*), del Decreto dovranno rientrare anche quegli strumenti finanziari «individuati con decreto del Ministero dell'economia e delle Finanze, su proposta della Banca d'Italia e della Commissione nazionale per le società e la Borsa, in relazione alla previsione della (Direttiva)».

Con tale formula, il legislatore italiano ha verosimilmente inteso ampliare, rispetto a quelli già inclusi nel TUF, il novero dei titoli qualificabili come strumenti finanziari, lasciando aperta la possibilità che sulla base di apposite disposizioni di settore si possano individuare e qualificare quali strumenti finanziari anche strumenti ulteriori e diversi.

3.1. (Segue). b) Il “contante” [art. 1, lett. h), Decreto]

Quanto al «contante», è importante precisare che il legislatore comunitario non si riferiva alle banconote¹³⁸, bensì esclusivamente al denaro in forma scritturale. Difatti, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. *h*), del Decreto, il contante deve intendersi come il «denaro accreditato su un conto o analoghi crediti alla restituzione di denaro, quali i depositi sul mercato monetario».

Dall'espressione «denaro accreditato su un conto» si desume come il legislatore abbia voluto riferirsi sia alla natura del rapporto giuridico (in base al quale ha luogo l'«accredimento»), sia alla modalità di documentazione di tale rapporto (ossia l'accredimento su un «conto» o «deposito»).

Si può quindi affermare che per «denaro» si debba intendere un credito¹³⁹ pecuniario accreditato in un «conto» ovvero in un «deposito»¹⁴⁰.

¹³⁸ Per un'attenta e approfondita disamina della costituzione della garanzia pignoratizia sulla moneta ovvero sulle banconote, si veda DE VECCHIS, MASTROPAOLO E. M., MASTROPAOLO F., *op. cit.*, p. 1372.

¹³⁹ In merito al pegno su crediti, si vedano GATTI, *op. cit.*, *passim*; RUSCELLO, *Il pegno sul credito: costituzione e prelazione*, Napoli 1984, *passim*.

¹⁴⁰ Con riguardo al concetto di «conto» e di «deposito» come intesi nel Decreto, si veda, BARTOLOMEI, MASTROPAOLO E. M., *op. cit.*, p. 1546, ove si fa riferimento, in

A titolo esemplificativo possono menzionarsi i crediti pecuniari che risultano dal saldo attivo di un rapporto di conto corrente ai sensi dell'art. 1823 c.c. e di un rapporto di deposito in conto corrente presso un istituto di credito ai sensi dell'art. 1852 c.c., nonché il credito pecuniario (alla restituzione del *tantundem*) vantato verso una banca depositaria (la quale acquista la proprietà della somma depositata¹⁴¹) ai sensi dell'art. 1834 c.c.

Siffatta affermazione trova tra l'altro conforto nel XIX Considerando della Direttiva, secondo il quale «(p)er contante si intende soltanto il denaro rappresentato da un credito su un conto o crediti analoghi alla restituzione di denaro (come depositi sul mercato monetario), il che esclude esplicitamente le banconote».

Dalla formulazione utilizzata dal legislatore italiano si può evincere che in realtà le obbligazioni in capo al debitore (tenute all'estinzione del credito pecuniario) possano essere di due tipi, entrambe qualificabili come obbligazioni di dare: quella che nasce dall'esistenza di un accredito su un «conto» e quella che trova la sua ragione in un precedente deposito. Nel primo caso dovrà quindi alludersi ad un «pagamento» (facendo infatti riferimento alla disciplina codicistica del conto corrente, la parte che risulterà in saldo negativo alla scadenza stabilita del conto, sarà obbligata al «pagamento» di quanto risulterà dalla compensazione delle reciproche rimesse). Nel secondo caso invece, il depositario sarà obbligato alla «restituzione» del denaro depositato.

particolare, ai «[...] saldi di conto corrente e di depositi liberi, depositi vincolati, depositi sul mercato monetario [...]», tutti i crediti relativi ad «[...] attività finanziarie prontamente liquidabili e valutabili quanto al valore [...]». In tali concetti dovranno peraltro anche rientrare le c.d. stanze di compensazione, quali definiti dalla direttiva 98/26/CE del 19 maggio 1998, art. 2, lett. e) [cfr. *supra* paragrafo 2, Capitolo Terzo, nella categoria dei soggetti “qualificati” di cui al punto 4) previsti dal Decreto]. Inoltre MASTROPAOLO E. M. (si veda *Garanzie finanziarie, cit.*, p. 302) precisa che «non tutti i crediti pecuniari possono essere posti in garanzia, ma solo quelli che abbiano le vesti formali e sostanziali della “moneta bancaria”, cioè siano dei depositi bancari (vincolati o “a vista”), in ciò “analoghi” alle somme di denaro presenti su di un conto che costituiscono un credito nei confronti della banca al momento della chiusura (giornaliera) del conto».

¹⁴¹ Si è fatta menzione della figura di cui all'art. 1834 c.c. nel paragrafo 1 del Capitolo Secondo al fine di descrivere la fattispecie del pegno irregolare.

A maggiore chiarezza, il secondo caso appena accennato potrebbe a sua volta consistere, oltre che nella «restituzione» del bene depositato, nella «consegna» del *tantundem*, qualora si tratti di deposito irregolare¹⁴².

Tanto chiarito, occorre dunque chiedersi se qualunque diritto di credito all'adempimento di un'obbligazione pecuniaria documentata attraverso un «conto» ovvero un «deposito» possa considerarsi «contante» a norma del Decreto.

Se sul piano soggettivo non sembra possano riscontrarsi particolari limiti, non contenendo il Decreto alcun riferimento alla necessità che il soggetto tenuto all'adempimento debba svolgere una particolare attività ovvero debba anch'egli appartenere ai soggetti di cui all'art. 1, comma 1, lett. *d*), punti da 1) a 5) del Decreto stesso; su quello oggettivo, pare indubbio che il credito debba avere ad oggetto una somma di denaro e comunque risultare documentato in un conto ovvero in un deposito.

Si deve pertanto escludere dalla nozione di «contante», sia un singolo credito per il pagamento di beni o di servizi (se è infatti vero che i vari crediti risultanti da reciproche rimesse e accreditati in un conto corrente possono consistere in crediti per il pagamento di beni e servizi, il pagamento del saldo alla scadenza del conto troverà la propria ragione nel rapporto di conto corrente e non più nei vari rapporti che prevedevano originariamente la fornitura di beni o servizi), sia un qualunque credito se «incorporato» in un titolo di credito, per il motivo che il titolo di credito – sebbene possa incorporare un credito che di per sé potrebbe avere i requisiti enunciati dalla definizione di contante prevista dal Decreto – rappresenta comunque un bene mobile, indi escluso dal concetto di «contante» di cui al Decreto, salvo che tale titolo non sia qualificabile come «strumento finanziario» ai sensi del Decreto.

Per le cose dette, dunque, il pegno costituito su cambiale ai sensi dell'art. 23, legge n. 1669/1933 o su cambiale finanziaria prevista dalla legge n. 43/1994¹⁴³, non potrà qualificarsi come ipotesi di «contratto di

¹⁴² Relativamente alla differenza (forse di carattere “lessicale”, piuttosto che tecnico giuridico”) tra «restituzione» di quanto depositato e consegna del *tantundem*, si veda il paragrafo 1 del Capitolo Secondo.

¹⁴³ In merito al pegno su cambiale, e più in generale sui titoli di credito, si veda BULLO, PAVASINI, RIZZIERI, SANDEI, *op. cit.*, p. 25. In generale si veda CALLEGARI, voce

garanzia finanziaria» su «contante» a norma del Decreto, salvo la possibilità che tali ipotesi siano qualificabili come «contratto di garanzia finanziari» su «strumento finanziario» secondo la definizione fornita dal Decreto¹⁴⁴.

L'art. 1, lett. c), del Decreto prevede un'ulteriore categoria di attività finanziarie che, andando oltre la definizione contenuta nella Direttiva, intende probabilmente assicurare il coordinamento con la disciplina già contenuta nel d. lgs. n. 210/2001¹⁴⁵ comprendendo anche «le altre attività accettate a garanzia (delle) operazioni connesse con le funzioni del sistema delle banche centrali europee e dei sistemi di cui all'art. 1, primo comma, lett. r), del decreto legislativo 12 aprile 2001, n. 210»¹⁴⁶.

Ciò osservato, si deve nuovamente fare riferimento alla proposta di modifica della Direttiva (la Proposta), ed in particolare alla previsione di includere nel concetto di «attività finanziarie» anche i «crediti», oltre il «contante» e gli «strumenti finanziari».

Sebbene di tale modifica si sia già fatto cenno nel precedente paragrafo 2, relativo all'ambito soggettivo di applicazione del Decreto, la specifica trattazione di siffatta previsione in questa sede si rende ora necessaria, in quanto espressamente dedicata all'ambito oggettivo di applicazione del Decreto stesso, ossia alle «attività finanziarie»¹⁴⁷.

Cambiale finanziaria e certificati di investimento, in *Dig. disc. priv. – sez. comm.*, Torino, (agg. 2000), p. 162.

¹⁴⁴ In merito al rapporto e alla possibile corrispondenza concettuale tra titolo di credito e strumento finanziario, si veda il paragrafo 2 del Capitolo Secondo.

¹⁴⁵ Come già rilevato, trattasi del decreto legislativo attuativo della direttiva 98/26/CE sulla definitività degli ordini immessi in un sistema di pagamento o di regolamento titoli. È d'uopo rilevare che la Proposta intende modificare, oltre che la Direttiva, anche la direttiva 98/26/CE.

¹⁴⁶ La medesima interpretazione non è stata data da SARDO, *op. cit.*, p. 618, il quale intravede in tale previsione il solo intento di estendere ulteriormente la nozione di «attività finanziarie».

¹⁴⁷ Al fine di meglio comprendere le motivazioni che hanno determinato siffatta modifica, giova riportare alcuni passi del V Considerando della Proposta, il quale recita che «(i)l consiglio direttivo della Banca centrale europea ha deciso di ammettere i crediti tra le tipologie idonee di garanzia per le operazioni di credito dell'Eurosistema a decorrere dal 1° gennaio 2007, e al fine di massimizzarne l'impatto economico, la Banca centrale europea ha raccomandato un'estensione dell'ambito giuridico della direttiva 2002/47/CE [...]. L'uso dei crediti amplierà il pool di garanzie disponibili e l'armonizzazione delle disposizioni della direttiva 2002/47/CE contribuirebbe ulteriormente a creare condizioni di parità tra gli enti creditizi in tutti gli Stati membri [...]». Il medesimo Considerando prosegue precisando, inoltre, che «(s)e l'uso dei crediti come garanzia venisse ulteriormente facilitato, i consumatori/debitori ne beneficerebbero anch'essi, dato che l'uso dei crediti

La proposta definisce «crediti» i «crediti in denaro derivanti da un contratto con il quale un ente creditizio, secondo la definizione dell'articolo 4, punto 1), della direttiva 2006/48/CE, compresi gli enti elencati all'articolo 2 della stessa direttiva, concede un credito in forma di prestito».

Seppur sommariamente, è necessario tentare di individuare l'estensione e la portata dell'oggetto dei suddetti crediti, al fine di prospettare il possibile impatto che la Proposta avrà sulla normativa dei contratti di garanzia finanziaria attualmente in vigore e, in particolare, sulla nozione di «contante».

Per quanto attiene al profilo soggettivo, i soggetti che possono concedere il credito nella forma di «prestito» possono essere: le «impres(e) la cui attività consiste nel ricevere depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico e nel concedere crediti per proprio conto [...]; (gli) istitut(i) di moneta elettronica ai sensi della direttiva 2000/46/CE [...]» [ossia gli «enti creditizi» come individuati dall'art. 4, punto 1, rispettivamente alle lettere a) e b), della direttiva 2006/48/CE] e le Banche centrali dei Paesi membri della UE (cfr. art. 2 direttiva 2006/48/CE).

Nulla è detto espressamente, invece, relativamente al beneficiario del «prestito». Ciononostante, dal tenore complessivo di tutte le altre modifiche contenute nella Proposta si può affermare con relativa certezza che beneficiario del «credito» ben potrebbe essere qualunque soggetto, sia esso persona giuridica o persona fisica¹⁴⁸, non potendosi rinvenire nella Proposta alcuna limitazione ai tal senso. Saranno pertanto inclusi anche i «consumatori» come innanzi rilevato¹⁴⁹.

come garanzia potrebbe in ultima analisi portare ad una maggiore concorrenza e ad una migliore disponibilità di crediti».

¹⁴⁸ A riprova di quanto affermato, basti rammentare le osservazioni già svolte nel precedente paragrafo 2; la Proposta prevede di aggiungere (sotto una nuova lettera) al paragrafo 4 dell'art 1 della Direttiva (ossia il paragrafo relativo ai beni che possono costituire garanzia finanziari) una specifica disposizione secondo la quale «gli Stati membri possono escludere dal campo di applicazione della presente direttiva i crediti per i quali il debitore è un consumatore quale definito dall'articolo 3, lett. a), della direttiva 2008/48/CE [...], relativa ai contratti di credito ai consumatori, o una microimpresa o piccola impresa quale definita dall'articolo 1 e dall'articolo 2, paragrafi 2 e 3, dell'allegato alla raccomandazione della Commissione 2003/361/CE del 6 maggio 2003 [...] salvo i casi in cui il beneficiario della garanzia o il datore della garanzia di tali crediti sia uno degli enti di cui all'articolo 1, paragrafo 2, lett. b), della presente direttiva».

¹⁴⁹ A tal proposito si vedano le osservazioni di cui al precedente paragrafo 2.

Quanto al profilo oggettivo, sembra che con l'espressione «crediti in denaro» il legislatore comunitario voglia (nuovamente) riferirsi ai crediti pecuniari, ossia diritti di credito all'adempimento di una obbligazione pecuniaria. Tale considerazione sembra, peraltro, suffragata dal titolo posto a fondamento di tale «credito», cioè la concessione di «un credito in forma di prestito».

Presenta, invece, maggiori difficoltà l'esatta qualificazione giuridica di quest'ultima nozione (*i.e.* «credito in forma di prestito»). Invero, la concessione sia di crediti che di prestiti non trova nel nostro ordinamento un preciso inquadramento giuridico, trattasi in realtà di formule atecniche utilizzate nella prassi commerciale e finanziaria¹⁵⁰ per alludere a diverse forme di «finanziamento».

Viste le variegate modalità con cui possono essere concessi finanziamenti nei diversi Paesi (appartenenti o meno alla UE), si ritiene opportuno attendere la formulazione che adotterà il legislatore italiano nel recepire la Proposta, qualora questa venga approvata in via definitiva. Tentare un inquadramento giuridico, secondo le categorie conosciute dal nostro ordinamento, risulterebbe ora alquanto prematuro, in quanto la nozione proposta dalla ventilata modifica della Direttiva si proporrà di essere abbastanza generica sì da non escludere *a priori* alcune figure proprie di alcuni Stati membri.

Resta comunque indubbio che la nozione di «credito», come formulata nella Proposta, avrà sicuramente un ambito di applicazione, sia soggettivo che oggettivo, ben più ampio di quello rintracciabile nella nozione di «contante» come innanzi descritta.

Non può tuttavia tacersi la presenza di riserve circa la tecnica redazionale con cui è stata elaborata la nozione in esame (nonostante, come detto, sarebbe necessario attendere anche l'eventuale provvedimento

¹⁵⁰ Generalmente per «prestito» si allude alla generica attività svolta dagli istituti bancari a favore della «clientela», c.d. prestiti alla clientela (si veda, TORRENTE, SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*¹⁸, 2007 Milano, p. 709). Le forme tecniche con cui possono essere concessi tali prestiti sono molto numerose. Il codice civile menziona soltanto l'apertura di credito (art. 1842 c.c.), l'anticipazione bancaria (art. 1846 c.c.) e lo sconto (art. 1858 c.c.). Altra forma di concessione di «credito» si realizza mediante il contratto di mutuo (art. 1813 c.c.). al riguardo si veda MARANDOLA, *Il diritto di prestito nella legislazione italiana ed europea*, Milano 2004, *passim*.

attuativo al fine di valutarne l'effettiva portata) e l'effettiva opportunità di estendere, specie in questo preciso momento storico per i mercati finanziari, la normativa dei contratti di garanzia finanziaria anche ai «crediti». È sicuramente vero che agevolare la circolazione di “liquidità” nella UE contribuirebbe a migliorare la “sofferenza” dei mercati¹⁵¹, ma è altrettanto vero che l'attenzione della UE dovrebbe innanzi tutto rivolgersi a individuare e risolvere la causa della crisi dei mercati finanziari prima di immettere nuova liquidità negli stessi¹⁵².

4. La nozione di «contratto di garanzia finanziaria» [art. 1, lett. d), Decreto]: una nozione “trans-tipica” comprensiva anche (ma non solo) dei contratti costitutivi di un diritto di pegno su «attività finanziarie»

Oggetto della normativa in esame sono i «contratti di garanzia finanziaria» (“*financial collateral arrangements*”), ossia, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. d), del Decreto, «il contratto di pegno o il contratto di cessione del credito o di trasferimento della proprietà di attività finanziarie

¹⁵¹ A “favore” di tale introduzione si pone (senza riserve) la BCE (con la propria posizione espressa nel parere del 12 settembre 2008 in merito alla proposta), la quale osserva che la stessa «[...] accoglie con particolare favore le modifiche proposte alla Direttiva 2002/47/CE, laddove siano finalizzate a facilitare l'uso dei crediti come garanzia da parte delle banche centrali. [...] La possibilità di utilizzare i crediti come garanzie nelle operazioni delle banche centrali è di grande importanza per gli enti creditizi dell'area dell'euro, che presentano un ammontare elevato di crediti nei loro bilanci. Sarebbe di enorme importanza per l'Eurosistema essere in grado di utilizzare i crediti come garanzia secondo il regime stabilito dalla Direttiva 2002/47/CE».

¹⁵² A tal riguardo appare significativo il parere espresso dal CESE in data 3 dicembre 2008 a proposito della Proposta; il Comitato difatti osserva che «(c) si può chiedere se la norma che prevede l'inclusione dei crediti bancari (ove per «crediti bancari» il CESE precisa, nel paragrafo 2.2, trattasi dei «crediti accettati come garanzia delle operazioni di credito delle banche centrali») fra quelli idonei ad essere considerati come collaterale nei contratti di garanzia finanziaria sarebbe stata inclusa nella proposta della Commissione se la questione si fosse posta oggi e non un anno fa. I crediti bancari sono già accettati in diversi paesi e danno un valido contributo alla liquidità; come tali, sono da considerare con ogni favore. Tuttavia, nell'attuale stato di fragilità e volatilità dei mercati la loro estensione ad ogni Stato membro, e senza una preventiva armonizzazione delle norme che li governano, potrebbe consigliare una maggiore prudenza, lasciando che ogni banca centrale continui a “controllare” il proprio mercato secondo le proprie percezioni e necessità» (cfr. paragrafo 1.3).

con funzione di garanzia, ivi compreso il contratto di pronti contro termine, e qualsiasi altro contratto di garanzia reale avente ad oggetto attività finanziarie e volto a garantire l'adempimento di obbligazioni finanziarie».

Già *prima facie* si evince chiaramente che questa definizione avrà un notevole impatto sul nostro ordinamento giuridico¹⁵³.

Essa, innanzi tutto, enfatizza la causa di garanzia del contratto, secondo l'impostazione della Direttiva, nonché in linea con le accennate istanze avanzate dalla dottrina che si è preoccupata di evidenziare le «anomalie» che oggi caratterizzano il del pegno. La definizione in questione, inoltre, include qualsiasi contratto che abbia ad oggetto attività finanziarie, purché assolva siffatta funzione.

Il legislatore comunitario ha perciò introdotto una categoria di contratti caratterizzata dal profilo funzionale, piuttosto che dalla struttura formale: una categoria assai ampia, cui si possono ricondurre – per espressa previsione normativa –, oltre ai tradizionali contratti di garanzia reale mobiliare, anche qualsiasi altro contratto con funzione di garanzia¹⁵⁴.

Peraltro, atteso che oggetto del Decreto sono unicamente «attività finanziarie», ossia, *lato sensu*, beni mobili (*id est* «strumenti finanziari» e «denaro», secondo le definizioni la cui effettiva portata è stata innanzi chiarita), la normativa in esame legittima l'introduzione, accanto all'unica ipotesi di garanzia reale su beni mobili accolta dal nostro ordinamento – cioè il pegno –, sia di fattispecie contrattuali atipiche costitutive di una garanzia reale avente ad oggetto attività finanziarie («*security financial collateral arrangement*», ove il costituente fornisce al beneficiario una garanzia finanziaria, mantenendone comunque la piena proprietà), sia di contratti di trasferimento della proprietà con funzione di garanzia («*title transfer financial collateral arrangement*», come i contratti pronti contro termine, ove il datore della garanzia finanziaria trasferisce la piena proprietà di attività finanziarie con scopo di garanzia)¹⁵⁵. Queste ultime due sub-

¹⁵³ Con riguardo al solo ambito oggettivo di applicazione e ad un suo esame critico, si veda CARRIERE, *La nuova normativa sui contratti di garanzia finanziaria. Analisi critica*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, t. 2, p. 184.

¹⁵⁴ Sul punto si veda, in particolare, GABRIELLI, *Il pegno*, cit., p. 77.

¹⁵⁵ In tal senso si veda FERRARINI, GIUDICI, *op. cit.*, p. 1002, che osservano come la Direttiva abbia recepito categorie tipiche del diritto inglese.

categorie, in cui la categoria del contratto di garanzia finanziaria può essere ripartita, sono peraltro richiamate dall'art. 2, comma 1, lett. b) e c), della Direttiva, a conferma della dichiarata intenzione del legislatore comunitario di estendere l'istituto delle garanzie reali aventi ad oggetto attività finanziarie.

Ciò che, dunque, sorprende positivamente l'interprete è il rilievo per cui l'operazione sistematica compiuta dal Decreto si sostanzia, oltre che nel recepimento di regole in parte derogative di quelle codicistiche, anche nell'ampliamento delle fattispecie di garanzie reali in genere, in un'ottica di armonizzazione comunitaria e di efficienza del mercato comune. Senza che i limiti oggettivi e soggettivi di applicazione possano comunque ridurne l'effetto innovatore.

Adottando una definizione così "riformatrice" di garanzia finanziaria, il Decreto sembra avere (definitivamente) inteso ridurre il valore di taluni precetti della nostra esperienza giuridica, riconducibili a due principi da sempre ritenuti il cardine della responsabilità e della garanzia patrimoniale. Si allude, chiaramente, al principio della universalità del patrimonio del debitore di cui all'art. 2740 c.c. e a quello della *par condicio creditorum* ex art. 2741 c.c., principi di ordine pubblico propri del nostro ordinamento.

All'opposto, il decreto pare accentuare il principio dell'autonomia contrattuale racchiuso dall'art. 1322 c.c.

Il sistema risulta così molto più aperto, sia a legittimare in modo definitivo alcune pratiche negoziali già in uso, ma di incerta validità (si allude, a titolo esemplificativo, alla cessione di beni a scopo di garanzia e al c.d. patto marciano), sia a recepire nuovi tipi di contratti di garanzia finanziaria che potranno essere, o sono già stati, sviluppati nella pratica dei mercati finanziari, previo vaglio secondo il criterio di ragionevolezza (di cui all'art. 9 del Decreto) e sempre che ricorrano gli altri presupposti cui è subordinata l'operatività del Decreto¹⁵⁶.

¹⁵⁶ In merito all'insufficienza del sistema delle garanzie mobiliari consegnato al Codice civile a rispondere alle esigenze di Paesi e ordinamenti ad economia avanzata, si vedano BARBIERA, *Garanzia del credito e autonomia privata*, Napoli 1971, *passim*; ID, *Autonomia privata e garanzie reali: un rapporto difficile, sclerotizzato, da chiusura*

Questo aspetto è confermato dalla Relazione al Decreto, in cui espressamente si evidenzia come l'introduzione di «una clausola “e qualsiasi altro contratto di garanzia” sia coerente con la definizione della direttiva, allo scopo di non precludere la riconducibilità alla disciplina in esame di eventuali nuove forme di contratti di garanzia finanziaria».

Quanto appena affermato sembra, tuttavia, in contrasto con il XIX Considerando della Direttiva che, con riferimento alla disciplina prevista per il pegno e le altre garanzie finanziarie con costituzione di garanzia reale, “ammonisce” che l'«utilizzo¹⁵⁷ (dei titoli costituiti in pegno) non dovrebbe pregiudicare [...] la legislazione nazionale (sul) [...] trattamento sleale dei creditori». Riafferma, cioè, il principio della *par condicio creditorum*.

Ebbene, tale principio non risulta cancellato; la sua importanza è invece ribadita esplicitamente, anche se il suo valore originario viene sostanzialmente ridotto. La sua permanenza viene infatti garantita dalla «tracciabilità» (della quale si dirà nel paragrafo 5 che segue) dei beni oggetto di garanzie finanziarie.

Si deve inoltre osservare come il legislatore, al fine di individuare le obbligazioni che possono essere assistite da una garanzia finanziaria ai sensi del Decreto, dia una definizione di «obbligazione finanziaria» particolarmente ampia consistente nelle «obbligazioni, anche condizionali ovvero future, al pagamento di una somma di denaro ovvero alla consegna di strumenti finanziari, anche qualora il debitore sia persona diversa dal datore di garanzia» [cfr. art. 1, comma 1, lett. o), del Decreto].

Si può quindi ritenere che anche le garanzie *omnibus* possano trovare asilo nell'ambito di applicazione del Decreto. Tale conclusione è peraltro confermata dalla Relazione introduttiva alla Proposta di Direttiva presentata dalla Commissione in data 27 marzo 2001¹⁵⁸. Nell'esaminare le

specialistiche e da dogmi tradizionali passivamente accettati; in Atti del con grasso dei civilisti italiani, Venezia 23 – 26 giugno 1988, Padova 1991, p. 843; TUCCI, op. cit., passim.

¹⁵⁷ In merito al si veda *infra* il paragrafo 7 relativo al «potere di disposizione» (“*right of use*”) delle attività finanziarie oggetto di garanzie finanziarie.

¹⁵⁸ La richiamata Relazione, nell'ambito dell'esame dei singoli articoli, a p. 7 cita testualmente che «le obbligazioni finanziarie assistite da un contratto di garanzia finanziaria possono includere totalmente o parzialmente obbligazioni future o condizionate (risultanti ad esempio da uno *swap* o altro contratto derivato) e obbligazioni di un terzo; le clausole

obbligazioni rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva, la Commissione ha ritenuto espressamente di ricomprendere le obbligazioni future o condizionate risultanti, ad esempio, da clausole del tipo *omnibus* (definite anche «*all monies arrangements*»), attraverso le quali viene esteso il campo di applicazione della garanzia ad altre obbligazioni attuali o future.

Deve inoltre darsi la giusta enfasi all'espressione «garanzia reale» utilizzata dalla nozione di «contratto di garanzia finanziaria», dovendosi cioè intendere in senso molto ampio, evitando invece di inquadrarla necessariamente ed esclusivamente entro la sistematica delle garanzie del nostro ordinamento¹⁵⁹. È infatti innegabilmente forte la tentazione di tradurre o riferirsi a «garanzia reale» con «pegno», nonostante lo stesso legislatore italiano sembri aver ceduto a tale tentazione (cfr. artt. 4 e 5 del Decreto), con ciò rischiando di confondere due fattispecie, che devono rimanere autonome, sebbene si rapportino (come si dirà) alla stregua di *genus*, la garanzia reale, e *species*, il pegno.

Sarà dunque necessario procedere ad un esame delle singole e specifiche regole dettate dal Decreto, al fine di rispettare i confini concettuali e l'autonomia che alcune previsioni devono mantenere.

Invero, una breve scorsa della normativa mostra come queste riguardino sia specifici contratti di garanzia (siano essi di natura reale ovvero nelle forme di trasferimenti in funzione di garanzia), sia singole clausole contrattuali (quali la «clausola di sostituzione», la «clausola di integrazione» e il «*close-out netting*»), nonché problemi comuni alle differenti forme di garanzia (quali la «ragionevolezza commerciale», gli effetti delle procedure concorsuali e la regole di diritto internazionale privato applicabile ai contratti in questione).

La specificità delle fattispecie e delle questioni affrontate spinge dunque ad osservare che il Decreto non contiene (come già anticipato) una regolamentazione completa dei contratti di garanzia finanziaria, bensì una variegata serie di norme volte a derogare singole norme o principi che

del tipo “*omnibus*” (*all monies arrangements*) che estendono il campo di applicazione della garanzia ad altre obbligazioni attuali o future del debitore nei confronti del creditore garantito rientrano nel campo di applicazione della direttiva».

¹⁵⁹ In tal senso, BARTOLOMEI, MASTROPAOLO E. M., *op. cit.*, p. 1531. Di contrario avviso sembra, invece, CARRIERE, *op. cit.*, p. 191.

regolano la disciplina di diritto comune delle garanzia, a dettare criteri interpretativi, nonché a risolvere, di fatto, problemi riguardanti i più recenti sviluppi delle garanzia reali non disciplinati espressamente dall'ordinamento giuridico italiano.

Ne consegue che la regolamentazione delle garanzia reali resterà affidata alle regole comuni – siano esse di fonte codicistica ovvero dottrinale o giurisprudenziale – ove esistenti e univoche, mentre la normativa contenuta nel Decreto svolgerà un'opera integrativa, interpretativa e derogativa di tali regole.

Alla luce di quanto si è detto e di quanto si potrà ancora evidenziare nel prosieguo della trattazione, si può concludere che la nozione di «contratti di garanzia finanziaria», atteso in special modo il già dimostrato esteso ambito di applicazione del Decreto e l'attuale utilizzo che si fa del pegno nella prassi operativa, sia una nozione “trans-tipica”, ossia volta a valere ben oltre la cornice disegnata dalla normativa speciale (*i.e.* il Decreto) mediante l'utilizzo di una interpretazione analogica.

È stato osservato, inoltre, che permettere l'accesso nel nostro ordinamento di contratti di garanzia reale diversi dal pegno «sembra (aver) aperto una falla nel sistema, senza che il legislatore si sia preoccupato di coordinare la disposizione in esame con i principi generali che regolano la materia»¹⁶⁰. Alla luce delle suesposte considerazioni, questa affermazione non può essere condivisa, poiché l'assunta “falla” sarà colmata dai nuovi modelli di garanzia finanziaria di cui la prassi internazionale già dispone e dei quali la Direttiva stessa (III e V Considerando) auspica l'utilizzazione; mentre la funzione di “coordinamento” sarà di fatto espletata sia dal criterio di meritevolezza *ex art.* 1322, comma 2, c.c. sia da quello di ragionevolezza *ex art.* 9 del Decreto, che legittimano l'utilizzazione all'interno del nostro ordinamento di contratti atipici, quali sono appunto quelli di garanzia reale su attività finanziarie diversi dal pegno utilizzati da altri Paese, quali la Germania e quelli di *common law*.

¹⁶⁰ Si veda SARDO, *op. cit.*, p. 619.

5. Forma e presupposti di efficacia dei negozi costitutivi della garanzia (artt. 2 e 3 Decreto): la apparente semplificazione della procedura costitutiva

Il IX e il X Considerando della Direttiva evidenziano l'esigenza di ridurre le formalità amministrative necessarie per la costituzione delle garanzie in oggetto. In conformità a tale esigenza, l'art. 2, comma 1, del Decreto, richiede che sia il «contratto di garanzia finanziaria» [cfr. art. 2, lett. a)], sia la «prestazione»¹⁶¹ della garanzia finanziaria stessa [cfr. art. 2, lett. b)], debbano essere provati per iscritto; soggiungendo nel comma 2 che l'espressione «per iscritto» può riferirsi anche alla «forma elettronica e qualsiasi altro supporto durevole». Il comma 1 aggiunge, come terzo ed ultimo requisito di validità ed efficacia della garanzia finanziaria, che la garanzia finanziaria deve essere «stata prestata».

È pertanto prescritta la sola forma scritta *ad probationem* per il contratto costitutivo della garanzia finanziaria e i relativi atti o attività volti alla costituzione della garanzia stessa. Una volta che siano stati rispettati questi requisiti, aventi fini meramente probatori, non occorre alcun ulteriore adempimento. Per la costituzione e l'efficacia del contratto e della prestazione non è, quindi, necessario alcun ulteriore requisito di carattere formale.

Tale opera di semplificazione è ribadita dall'art. 3 del Decreto, il quale si limita a statuire che ai fini dell'attribuzione dei diritti accordati al beneficiario della garanzia e della loro opponibilità ai terzi non sono richiesti forme o requisiti ulteriori rispetto a quelli previsti dall'art. 2 del Decreto.

Si può, dunque, affermare che gli artt. 2 e 3 del Decreto derogano parzialmente la disciplina approntata dal codice civile sulla costituzione del

¹⁶¹ Il Decreto, pur non prevedendo la definizione di «prestazione», tuttavia dispone [all'art. 1, comma 1, lett. q)] che per «prestazione della garanzia» si intende «l'avvenuto compimento degli atti, quali la consegna, il trasferimento, la registrazione delle attività finanziarie, in esito ai quali le attività finanziarie stesse risultino nel possesso e sotto il controllo del beneficiario della garanzia o di persona che agisce per conto di quest'ultimo o, nel caso di pegno o di cessione del credito, la notificazione al debitore della costituzione del pegno stesso o della cessione, o la loro accettazione da parte del debitore», secondo quanto previsto dagli artt. 1265, 2786 e 2800 c.c.

pegno ed il diritto di prelazione accordato al creditore pignoratizio (cfr. artt. 2786, 2787 e 2800 c.c. relativi alla costituzione e alla prelazione del pegno su beni mobili, quali gli «strumenti finanziari» ove supportati da documento materiale, e su crediti, quali il «contante» come inteso secondo il Decreto).

È difatti indubbio che, ove il Decreto risulti applicabile, la forma scritta dell'atto costitutivo del pegno ai fini dell'efficacia *erga omnes* del diritto di prelazione non sia più richiesta *ad substantiam*¹⁶², per espressa previsione di legge (*i.e.* il Decreto).

Sarà tuttavia necessario interrogarsi se il requisito della «data certa» dell'atto costitutivo del pegno, richiesto dalla disciplina codicistica per far valere il diritto di prelazione a favore del creditore pignoratizio verso gli altri creditori (cfr. l'art. 2787 c.c., per il pegno su beni mobili, e l'art. 2800 c.c., per il pegno su crediti), possa dirsi realmente derogato.

Infatti è plausibile ritenere che, dato il carattere speciale della normativa in esame e l'espressa previsione di cui all'art. 3 del Decreto, tale requisito possa dirsi superato¹⁶³.

Nel caso di pegno su strumenti finanziari dematerializzati e decartolarizzati, atteso che il vincolo pignoratizio sugli stessi viene registrato nei relativi conti di pertinenza¹⁶⁴, ogni preoccupazione circa la certezza della costituzione del pegno ai fini della sua opponibilità *erga omnes*, nonché in sede di procedure concorsuali, è comunque garantita in maniera assoluta.

Restano quindi della perplessità in merito alla possibilità di attribuire certezza in merito al momento in cui la garanzia sia stata costituita su «contante» e su «strumenti finanziari» ancora supportati da un documento «materiale».

¹⁶² L'opinione dominante è infatti nel senso che si tratti di una forma scritta *ad substantiam* e non *ad probationem*. Al riguardo si vedano, *ex plurimis*, in dottrina, GORLA, ZANELLI, *op. cit.*, p. 88; RUBINO, *La responsabilità patrimoniale, Il pegno*, in *Tratt. Vassalli*, Torino 1952, p. 228; in giurisprudenza, Cass. 9 febbraio 1999, n. 1097; Cass. 25 novembre 1992, n. 12537; Cass. 4 dicembre 1985, n. 6073; Cass. 22 giugno 1972, n. 2056, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1973, II, p. 236.

¹⁶³ Condividono tale osservazione MAZZINI, *op. cit.*, p. 20.

¹⁶⁴ Al riguardo si veda il paragrafo 2.1, *sub A)* e *B)*, del Capitolo Secondo.

In realtà, il richiamato requisito della «data certa» dell'atto costitutivo della garanzia ai fini dell'opponibilità del vincolo, indi della prelazione, «esce dalla porta e rientra dalla finestra».

Difatti, la seconda parte del primo comma dell'art. 2 del Decreto statuisce espressamente che la prova scritta del contratto di garanzia e della prestazione deve «consentire l'individuazione», oltre che «delle attività finanziarie costituite in garanzia», anche della «data di costituzione» della garanzia e, a tale fine, «è sufficiente la registrazione degli strumenti finanziari sui conti degli intermediari ai sensi degli articoli 30 e seguenti del decreto legislativo 24 giugno 1998, n. 213, (ossia il Decreto Euro)¹⁶⁵ e l'annotazione del contante sul conto di pertinenza»¹⁶⁶.

Con ciò, il Decreto conferma implicitamente il requisito in questione.

Si deve comunque osservare che secondo la disciplina codicistica del pegno il requisito della «data certa» deve risultare da specifiche «scritture»: a norma dell'art. 2787 c.c., l'atto costitutivo del pegno che deve risultare da «scrittura» con data certa, così come a norma dell'art. 2800 c.c., l'accettazione dell'atto costitutivo – in alternativa alla notifica dello stesso – da parte del debitore deve risultare da «scrittura» avente data certa. Si tratta, cioè, di atti tipizzati e non surrogabili (visto il chiaro tenore letterale delle previsioni codicistiche) da altri mezzi idonei ad attribuire certezza alla data di costituzione del pegno.

È quindi evidente che il codice civile prevede delle modalità di accertamento della «data certa» sulla base di un approccio formalistico.

Se invece si guarda alla lettera dell'art. 2, comma 1, del Decreto, si intuisce che il legislatore abbia, al contrario, adottato un approccio funzionale.

¹⁶⁵ Si allude pertanto agli strumenti finanziari dematerializzati accentrati presso la Monte Titoli S.p.A. registrati nei relativi conti vincoli, ove sottoposti a pegno; al riguardo si veda ampiamente il paragrafo 2.1 del Capitolo Secondo.

¹⁶⁶ Nell'ambito dei contratti di garanzia aventi ad oggetto «contante», la Direttiva definisce il «conto di pertinenza» (cfr. art. 2, comma 1, lett. *h*) – in quanto il Decreto nulla dice al riguardo – come «[...] il registro o il conto – che può essere tenuto dal beneficiario della garanzia – nel quale vengono iscritte le registrazioni con le quali la garanzia su strumenti finanziari (qui da intendersi come riferito al «contante») in forma scritturale è fornita al beneficiario della garanzia».

Invero, la «data di costituzione» può essere accertata sia dal contratto di garanzia finanziaria (ipotesi non dissimile da quelle codicistiche), sia dalle modalità con cui la garanzia stessa è stata «prestata». Ebbene, per quest'ultimo caso il Decreto, nel dettare la nozione di «prestazione della garanzia»¹⁶⁷, provvede sia a elencare alcune modalità attraverso le quali potrebbe effettuarsi la prestazione della garanzia, sia a statuire la regola generale e residuale per identificare le modalità idonee ad accertare l'avvenuta prestazione della garanzia (ovverosia, «l'avvenuto compimento degli atti [...] in esito ai quali le attività finanziarie stesse risultino nel possesso o sotto il controllo del beneficiario della garanzia o di persona che agisce per conto di quest'ultimo [...]»).

Si può dunque concludere che, pur avendo il Decreto mantenuto il requisito della «data certa» – senza però averlo vincolato a specifici e tipici requisiti o modalità richiesti ai fini della validità e dell'efficacia del contratto di garanzia –, tale requisito potrà essere verificato mediante ogni mezzo idoneo ad accertare la data di costituzione della garanzia (pignorizia). In ciò, si è concretizzata l'effettiva deroga apportata dal Decreto alla disciplina codicistica relativamente al requisito della «data certa» dell'atto costitutivo del diritto di pegno¹⁶⁸.

Alla luce di quanto osservato, si può sostenere che la seconda parte della definizione di «prestazione di garanzia», la quale indica le specifiche modalità della notificazione e dell'accettazione, non potrà inficiare la portata generale e residua della regola secondo cui può essere accertata la «data» in cui le garanzie finanziarie sono state «prestate» ai fini della costituzione della garanzia finanziaria e dei suoi effetti.

Sembra, inoltre, derogato il requisito della *traditio* ai fini della costituzione del pegno. Più precisamente, in virtù della definizione di «prestazione della garanzia» di cui all'art. 1, comma 1, lett. q), del Decreto e

¹⁶⁷ Si veda *supra* la nota n. 161.

¹⁶⁸ La portata generale della regola di carattere residuale appena evidenziata non può, peraltro, essere inficiata dalla seconda parte della definizione di «prestazione della garanzia», ove si fa riferimento a garanzie finanziarie su «crediti» non meglio specificati (come anche fa la nozione di «contratto di garanzia finanziaria»), in quanto la prima parte della definizione in parola, facendo specifico riferimento alle «attività finanziarie», riguarda gli unici crediti che possono espressamente formare oggetto delle garanzie di cui al Decreto, ossia i crediti pecuniari accreditati in conti o depositati (*i.e.* il «contante»).

del X Considerando della Direttiva¹⁶⁹, gli artt. 2 e 3 del Decreto fanno «intravedere un “aggiornamento” del requisito dello spossessamento richiesto dall’art. 2786 c.c. ai fini della costituzione del pegno, dal momento che ad esso si applicano strumenti alternativi, quali le registrazioni, che mirano piuttosto ad assicurare la c.d. tracciabilità dei beni oggetto di garanzia ed il loro controllo anche senza apprensione materiale»¹⁷⁰.

Tale considerazione, che deve essere condivisa, evidenzia nuovamente come le tesi relative alle «anomalie» del pegno, ossia del c.d. pegno senza spossessamento, stiano oramai trovando sempre maggiore riconoscimento a livello normativo.

6. La disciplina “speciale” della escussione del pegno (art. 4 Decreto)

Si deve innanzi tutto premettere che quanto previsto dal Decreto relativamente al solo pegno negli artt. 4 e 5 deve intendersi riferito, per le osservazioni già svolte in merito all’estensione della nozione di «contratto di garanzia finanziaria» (cfr. paragrafo 4 che precede), anche a qualunque altra garanzia finanziaria con costituzione di garanzia reale su attività finanziarie.

La disciplina introdotta dall’art. 4 del Decreto in tema di escussione della garanzia si riferisce alle modalità di realizzo della garanzia stessa e accorda al creditore pignoratizio (genericamente inteso come *collateral taker*) una serie di strumenti particolarmente incisivi e speciali – rispetto a quelli ordinari previsti dal Codice civile e dal Codice di procedura civile¹⁷¹ – finalizzati al soddisfacimento delle sue pretese creditorie secondo esigenze

¹⁶⁹ Il X Considerando della Direttiva dispone che «nel campo di applicazione della presente direttiva rientrano solo i contratti di garanzia finanziaria che richiedono una qualche forma di spossessamento». In merito allo “spossessamento” quale requisito costitutivo del pegno, si veda DELL’ANNA MISURALE, *Profili evolutivi della disciplina del pegno*, Napoli 2004, *passim*.

¹⁷⁰ Si veda SARDO, *op. cit.*, p. 621.

¹⁷¹ Per un’analisi delle forme codicistiche di escussione del pegno si vedano, GABRIELLI, *Il pegno, cit.*, p. 303; CICCARELLO, voce *Pegno*, in *Enc. dir.*, XXXII, Milano 1982, p. 695.

di snellezza e rapidità. Il quadro normativo già esistente si compone delle norme di cui agli artt. 2797 e 2798 c.c. (riguardanti, rispettivamente, la «forma della vendita» e «l’assegnazione della cosa in pagamento»), cui si affianca la procedura ordinaria di espropriazione forzata prevista dagli artt. 502 e 505 c.p.c.; norme che certo non si caratterizzano per la celerità e l’agilità dell’escussione.

Rispetto alla richiamata disciplina tradizionale le novità sono molte e rilevanti.

Le facoltà attribuite al creditore pignoratizio possono essere esercitate al verificarsi di un «evento determinante l’escussione della garanzia»¹⁷² [cfr. art. 1, comma 1, lett. i) del Decreto] – o «*enforcement event*» secondo la versione inglese della Direttiva e come generalmente conosciuto dagli operatori del mercato –, anche in caso di apertura di una procedura di risanamento o di liquidazione.

Anche quest’ultima disposizione appare in piena sintonia con la Direttiva, che al V Considerando ribadisce la necessità che «[...] talune disposizioni delle legislazioni nazionali sull’insolvenza non si applichino ai contratti di garanzia finanziaria, in particolare quelle che ostacolerebbero il realizzo della garanzia finanziaria».

L’escussione, altresì, non è subordinata ad alcuna preventiva approvazione giudiziale, in conformità al disposto dell’art. 4, comma 4, lett. b), della Direttiva. È evidente, pertanto, la deroga all’art. 53 della legge fallimentare, che impone al creditore garantito da pegno regolare (insinuato al passivo), il quale voglia realizzare la garanzia durante il fallimento, di ottenere preventivamente l’autorizzazione alla vendita da parte del giudice delegato e di attenersi alle forme e alle modalità di vendita indicate dal giudice delegato stesso.

Al creditore pignoratizio vengono quindi imposti soltanto gli oneri di restituire l’eccedenza ricevuta a seguito della escussione e di informare immediatamente per iscritto il datore della garanzia o, se del caso, gli organi della procedura di risanamento o di liquidazione in merito alle modalità

¹⁷² Tale evento è definito dal decreto come «l’inadempimento o qualsiasi altro evento analogo convenuto fra le parti il cui verificarsi dà diritto al beneficiario della garanzia, in base al contratto o per effetto di legge, di procedere all’escussione della garanzia finanziaria o di attivare la clausola di “*close-out netting*”».

dell'escussione adottate e all'importo ricavato (cfr. art. 4, comma 2, del Decreto). Dal che si desume che il creditore non avrà più l'obbligo di comunicazione preventiva della volontà di procedere all'escussione di cui all'art. 2797 c.c., né l'onere di insinuarsi al passivo della procedura di insolvenza per la realizzazione della garanzia. Tale onere, in realtà, permarrà unicamente nell'eventualità di insufficienza della garanzia finanziaria a soddisfare interamente l'obbligazione garantita.

Evidentemente il legislatore, sollevando il creditore pignoratizio dall'obbligo di informazione preventiva, ha così inteso evitare che il debitore potesse opporsi anticipatamente all'escussione del bene costituito in pegno. Ciò, ancora una volta, in ossequio all'esigenza di assicurare la pronta liquidità delle garanzie finanziarie.

L'art. 4, comma 1, del Decreto prevede tre modalità di realizzo della garanzia.

Attribuisce innanzitutto al creditore pignoratizio la facoltà di «vendere» (senza l'intervento di un ufficiale giudiziario) le attività finanziarie oggetto del pegno, trattenendo il corrispettivo a soddisfazione del proprio credito, fino a concorrenza del valore dell'obbligazione finanziaria garantita [cfr. art. 4, comma 1, lett. a) del Decreto].

Prima facie, risulta palese la deroga agli artt. 2797 e 2798 c.c. A ben vedere, però, l'ultimo comma dell'art. 2797 c.c. sembra non discostarsi dall'art. 4, comma 1, lett. a) del Decreto, poiché prevede che «[...] (per) la vendita della cosa data in pegno le parti possono convenire forme diverse». Tale somiglianza non può tuttavia affermarsi con certezza, poiché è ancora discusso se le deroghe pattizie riguardino solo le particolari forme e modalità della vendita, ovvero possano investire anche le forme del procedimento, cioè l'intimazione formale e i relativi termini¹⁷³. Pare preferibile sposare l'orientamento dominante che segue la prima tesi muovendo dal presupposto che le forme procedurali specificate costituiscono una garanzia minima per il debitore. Si può pertanto

¹⁷³ Si vedano REALMONTE, *op. cit.*, p. 846; GORLA, ZANELLI, *op. cit.*, p. 558; GABRIELLI, *Il pegno, cit.*, p. 331. A sostegno della tesi dominante si veda Trib. Milano 21 dicembre 1963, in *Mondo trib.*, 1963, p. 49; *contra* una risalente sentenza di App. Torino 17 ottobre 1958, in *G. it.*, 1959, II, p. 40.

concludere che la disciplina prevista dal Decreto deroga sinanche alle forme del procedimento di cui all'art 2797 c.c.

La seconda modalità di escussione della garanzia permette al creditore di «appropriarsi» delle attività finanziarie oggetto del pegno diverse dal contante (quindi dei soli strumenti finanziari), fino alla concorrenza del valore dell'obbligazione finanziaria garantita, sempre che tale facoltà sia stata prevista nel contratto di garanzia finanziaria e che lo stesso ne preveda i criteri di valutazione [cfr. art. 4, comma 1, lett. b) del Decreto].

Tale previsione rappresenta una delle innovazioni più significative introdotte dal Decreto: essa pare infatti porsi in contrasto con il divieto del patto commissorio previsto dall'art. 2744 c.c.

L'art. 6 del Decreto risolve tale contrasto disponendo espressamente che ai contratti di garanzia finanziaria che hanno ad oggetto un trasferimento della proprietà a scopo di garanzia non si applica il divieto di cui all'art. 2744 c.c.

L'art. 4, invece, sembra trovare la propria legittimazione nel XIII Considerando della Direttiva, da cui traspare l'intenzione del legislatore comunitario di evitare che talune norme (quali il divieto del patto commissorio) costituiscano un concreto ostacolo alla efficace apertura dei sistemi giuridici nazionali a nuove forme di garanzie finanziarie¹⁷⁴. Non ci si può, tuttavia, esimere dall'osservare che la tecnica di realizzo disciplinata dalla norma in esame sembra piuttosto presupporre l'esistenza di un patto marciano che ne garantisce la validità. La facoltà riconosciuta al creditore pignoratorio è, difatti, circoscritta entro i limiti del valore dell'obbligazione finanziaria garantita e dei criteri di valutazione che devono essere preventivamente stabiliti¹⁷⁵.

¹⁷⁴ Il XIII Considerando dispone che «(la Direttiva) intende tutelare la validità dei contratti di garanzia finanziaria fondati sul trasferimento della piena proprietà della garanzia finanziaria, ad esempio eliminando la cosiddetta “riqualificazione” di siffatti contratti di garanzia (incluse le operazioni pronti contro termine) come diritti reali di garanzia».

¹⁷⁵ In tal senso anche SARDO, *op. cit.*, p. 621 e MACARIO, *op. cit.*, p. 88. Con riguardo alla natura e agli effetti del «patto marciano», si veda *infra* il paragrafo 10 che segue e, in particolare, la nota n. 200.

La terza, ed ultima, modalità di escussione della garanzia concerne l'«utilizzo» del contante oggetto della garanzia per estinguere l'obbligazione finanziaria garantita [cfr. art. 4, comma 1, lett. c) del Decreto]. Anche questo caso circoscrive, implicitamente, la facoltà attribuita al creditore pignoratorio entro il valore dell'obbligazione garantita, in coerenza con le suesposte considerazioni.

Si tratta tuttavia di verificare se tale ultima modalità possa essere ricondotta alla fattispecie del pegno irregolare *ex* art. 1851 c.c. A tal proposito, nel paragrafo 1 del Capitolo Secondo è stato, tra le altre cose, osservato che la dottrina e la giurisprudenza pressoché unanime ritengono che la fattispecie in parola costituisce una forma di trasferimento della proprietà in funzione di garanzia¹⁷⁶.

Dal che si evince chiaramente che la costruzione concettuale del pegno irregolare esula dall'ambito di applicazione dell'art. 4 del Decreto¹⁷⁷, che si riferisce unicamente a contratti di garanzia finanziaria costitutivi di una garanzia reale (tipica e atipica), caratterizzati cioè dal mantenimento della proprietà dell'attività finanziaria. Né, come altri affermano, lo spossessamento può essere parificato al requisito del trasferimento della proprietà¹⁷⁸.

7. Il riconoscimento della ammissibilità delle clausole attributive del «potere di disposizione» delle «attività finanziarie» oggetto del pegno: il regime normativo delineato dall'art. 5 del Decreto

Altra norma cardine del Decreto, finalizzata a facilitare l'utilizzazione delle attività finanziarie oggetto della garanzia finanziaria al fine di poter così favorire e migliorare la liquidità dei mercati (cfr. XIX

¹⁷⁶ In merito si veda la nota n. 9.

¹⁷⁷ È di contrario avviso SARDO, *op. cit.*, p. 621, nota n. 31, secondo il quale «si tratta, a tutti gli effetti, di un pegno irregolare».

¹⁷⁸ Si veda anche GROSSI, *op. cit.*, p. 261, il quale afferma che il pegno irregolare risponde alla prescrizione del X Considerando (che statuisce il necessario spossessamento dall'attività finanziaria affinché il contratto di garanzia finanziaria possa rientrare nell'ambito di applicazione della Direttiva), pur non intervenendo alcun trasferimento della proprietà.

Considerando della Direttiva), è l'art. 5, che riconosce il diritto (*rectius*, potere) di disporre, anche con facoltà di alienare, l'oggetto della garanzia finanziaria fornita al creditore nell'ambito di un contratto di garanzia con costituzione di garanzia reale (tipica, ossia il pegno, o atipica), se e nella misura in cui tale "potere" sia previsto dal contratto costitutivo, e conformemente a quanto nello stesso regolamentato (cfr. art. 5, comma 1, del Decreto).

È bene evidenziare la possibile fonte di siffatto potere: il *collateral taker* potrà esercitare il «potere di disposizione» a condizione che tale facoltà sia espressamente prevista nel contratto costitutivo della garanzia stessa. Invero, siffatta previsione assumerà particolare rilievo nella ricostruzione dogmatica della figura in esame che sarà prospettata nel paragrafo 7.1 che segue.

La ragione per cui tale potere viene contemplato con esclusivo riferimento ai contratti costitutivi del pegno o di altra garanzia reale discende da una agile considerazione: il potere di uso e di alienazione del bene oggetto di garanzia reale è un diritto connaturato alla posizione del creditore che goda di un contratto di garanzia finanziaria con trasferimento della proprietà. Egli, infatti, ne acquista la piena proprietà.

In realtà il codice civile già prevede la possibilità per il creditore pignoratorio di utilizzare il bene oggetto del pegno con il consenso del costituente (cfr. art. 2792, comma 1, c.c.), pertanto la norma in esame non sembrerebbe introdurre alcuna novità di rilievo sul punto. In realtà, l'art. 5, comma 1, del Decreto attribuisce al creditore pignoratorio un ventaglio di poteri più esteso rispetto a quello di cui all'art. 2792 c.c., in quanto prevede la possibilità di disporre delle attività finanziarie anche mediante alienazione¹⁷⁹.

¹⁷⁹ La relazione al Decreto chiarisce la portata dell'articolo nel senso che, «tenuto conto che la possibilità di attribuire pattiziamente al creditore pignoratorio il diritto di usare della cosa data in pegno è già prevista dall'articolo 2792 c.c., la norma estenda la facoltà del creditore pignoratorio al diritto di disporre delle attività finanziarie, in attuazione delle previsioni della direttiva che ricomprendono nel "diritto di utilizzare" il "diritto di alienare" la garanzia finanziaria [...] come proprietario della stessa». Interessante, ma non esente da perplessità, è la lettura che viene data alla norma in esame da PROSPETTI, *Eccesso e riduzione di garanzie nel pegno rotativo di strumenti finanziari*, in *D. banca e mer. fin.*, 2005, 3, p. 384.

L'attribuzione del potere di disposizione in capo al creditore pignoratizio pone il problema di determinare il titolo in forza del quale questi possa disporre delle attività finanziarie oggetto di garanzia finanziaria.

Si noti che, a seguito dell'esercizio della facoltà in questione, in capo al *collateral provider* residua il diritto a pretendere che il *collateral taker* provveda a «ricostituire» (ovvero «ripristinare» o altro termine equivalente) gli strumenti finanziari o il contante originariamente costituiti in garanzia con altre attività finanziarie «equivalenti». Come si preciserà nel successivo paragrafo, per «garanzia equivalente» si deve intendere un'attività finanziaria fungibile rispetto a quella originariamente oggetto della garanzia finanziaria riconducibile al concetto di *tantundem*.

Ebbene, tale circostanza si spiega solo ove si condivida l'idea che il creditore abbia acquistato la piena proprietà dell'attività finanziaria.

Tuttavia, l'acquisto della proprietà delle attività finanziarie avrà luogo unicamente nel momento in cui il *collateral taker* eserciti il «potere di disposizione», come si desume dal fatto che l'obbligazione restitutoria, in capo al creditore, sorge se e quando questi si sia avvalso di tale potere (cfr. art. 5, comma 2, del Decreto, a norma del quale il «(i)l creditore pignoratizio che si sia avvalso del (potere di disposizione) ha l'obbligo di ricostituire la garanzia equivalente [...]»). Prima dell'eventuale esercizio del «potere di disposizione», invece, sul *collateral taker* graverà la medesima obbligazione che graverebbe su un qualunque creditore pignoratizio, ossia quella di restituire al debitore-datore di ipoteca lo stesso bene originariamente costituito in pegno, della cui proprietà il debitore non si è mai spogliato.

Di talché, fino all'esercizio del diritto di disposizione, la proprietà delle attività finanziarie costituite in garanzia permane in capo al *collateral provider*.

Sorge dunque naturale interrogarsi se trattasi di pegno (atteso che il pegno è l'unica garanzia reale mobiliare conosciuta dal nostro ordinamento) regolare ovvero pegno irregolare.

7.1. (Segue). L'obbligo di ricostituzione della «garanzia equivalente» e la relativa nozione [art. 1, lett. l) Decreto]: pegno rotativo ovvero pegno irregolare?

Come innanzi parzialmente anticipato, il comma 2 dell'art. 5 del Decreto, nel dettare la disciplina relativa al potere di disposizione, dispone che «(i)l creditore pignoratizio che si sia avvalso della facoltà indicata nel comma 1 ha l'obbligo di ricostituire la garanzia equivalente¹⁸⁰ in sostituzione della garanzia originaria [...]».

Il riportato comma si spiega se coordinato con il successivo comma 3, il quale chiarisce che la ricostituzione della garanzia non comporta novazione della garanzia originaria e deve considerarsi effettuata «alla data di prestazione della garanzia originaria».

Si può subito osservare l'utilizzo del termine «ricostituire» da parte del comma 2 e quindi chiedersi se il legislatore italiano volesse piuttosto intendere «ripristinare» (ovvero altro termine equivalente), atteso che la ricostituzione della garanzia equivalente lascia pensare alla costituzione di una nuova garanzia, circostanza questa, che viene però esclusa dal richiamato comma 3.

Si deve poi precisare che non può essere condiviso quanto sostenuto da parte di alcuni Autori¹⁸¹, i quali hanno dedotto dalla previsione che accorda alle parti la possibilità di attribuire al creditore pignoratizio il «diritto di disposizione» (cfr. comma 1), dalla conseguente obbligazione di «ricostituzione della garanzia equivalente» (cfr. comma 2) e dall'esclusione dell'effetto novativo (cfr. comma 3) un'ulteriore riconoscimento normativo del pegno rotativo.

¹⁸⁰ Il Decreto, all'art.1, comma 1, lett. l), definisce «garanzia equivalente: quando la garanzia ha ad oggetto il contante, un ammontare dello stesso importo e nella stessa valuta; quando la garanzia ha ad oggetto strumenti finanziari, strumenti finanziari del medesimo emittente e debitore appartenenti alla medesima emissione o classe e con stesso importo nominale, stessa valuta e stessa descrizione o, quando il contratto di garanzia prevede il trasferimento di altre attività al verificarsi di un evento che riguardi o influenzi strumenti finanziari forniti come garanzia finanziaria, queste altre attività».

¹⁸¹ Sono di questo avviso, GROSSI, *op. cit.*, p. 263; GABRIELLI, *Contratti di garanzia finanziaria, stabilità del mercato e procedure concorsuali, cit.*, p. 517; ID, *Il pegno, cit.*, p. 261; ID, *Contratti di garanzia finanziaria, cit.*, p. 308.

Ai fini della configurazione di un pegno rotativo, per le cose dette nei paragrafi 1 e 1.1 del Capitolo Secondo, non può certo dirsi sufficiente la previsione secondo cui la sostituzione del bene originariamente oppignorato non comporti novazione dell'originaria garanzia. Determinante pare inoltre la previsione che impone di «ricostituire la garanzia equivalente [...] entro la data di scadenza dell'obbligazione finanziaria garantita». Questa infatti ammette la possibilità che la «sostituzione» dei beni non avvenga nel medesimo momento temporale, bensì anche con notevole scarto di tempo. Durante tale periodo di tempo si deve quindi escludere che il pegno possa ancora qualificarsi come «regolare» e quindi, più specificamente, come pegno rotativo. Quest'ultima figura, infatti, consiste in un pegno “regolare” al quale accede un patto di rotatività.

In realtà, sia il legislatore comunitario che quello italiano, nell'escludere l'effetto novativo a seguito della «ricostituzione della garanzia equivalente», hanno voluto semplicemente – ma opportunamente – evitare che sorgesse ogni dubbio circa la possibilità che l'interprete potesse ricondurre alla figura in esame l'ipotesi della costituzione di una nuova garanzia, quale che fosse stata la qualificazione giuridica del negozio del quale, appunto, si discute.

In secondo luogo, non può dubitarsi che la definizione di «garanzia equivalente», di cui alla lett. l), comma 1, art. 1 del Decreto, faccia riferimento a beni (*i.e.* «denaro» e «strumenti finanziari») fungibili.

Orbene, per le cose dette nel paragrafo 1 del Capitolo Secondo, si può osservare che la costituzione di un pegno (o di altra garanzia reale ai sensi del Decreto) con attribuzione al *collateral taker* del «potere di disposizione», a norma dell'art. 5 del Decreto, non possa qualificarsi, *ab origine*, come pegno irregolare. Invero, secondo la ricostruzione del pegno irregolare, il creditore pignoratizio diviene proprietario dei beni oppignorati sin dal momento della *datio*, tant'è che su questi grava sin da tale momento costitutivo del contratto l'obbligazione di restituire il *tantundem* (fatta salva l'obbligazione alternativa di restituire, ove possibile, il medesimo bene oppignorato). Mentre, nel caso prospettato dall'art. 5 del Decreto, il *collateral taker* diviene proprietario solo al momento dell'esercizio del

potere di disposizione. Difatti, l'obbligazione di fornire la «garanzia equivalente» sorge solo in tale momento.

Dunque, il pegno che preveda il potere di disposizione ai sensi dell'art. 5 del Decreto deve qualificarsi come pegno regolare¹⁸².

Pur tuttavia, nel momento in cui il creditore dovesse esercitare il «potere di disposizione», non può dubitarsi che il pegno regolare si tramuti in pegno irregolare. Tutti i requisiti che caratterizzano tale figura, infatti, saranno riscontrabili, *inter alia*: fungibilità del bene oppignorato (si veda la definizione di «garanzia finanziaria»), volontà delle parti di attribuire la proprietà (volontà implicitamente insita nell'attribuzione del «potere di disposizione»), mutamento della obbligazione (restitutoria) di specie in obbligazione (di consegna) di genere (ossia, le attività equivalenti riconducibili al *tantundem*).

Ciò nondimeno, la fattispecie in esame prevede inoltre al comma 2 che «[...] l'obbligo di ricostituire la garanzia equivalente in sostituzione della garanzia originaria entro la data di scadenza dell'obbligazione finanziaria garantita». Tale previsione *ex lege* pone in evidenza un aspetto della fattispecie in esame che non permette di interrompere la ricostruzione della stessa a quanto finora detto.

Ed infatti, se è vero che a seguito dell'esercizio del potere di disposizione sul creditore pignoratizio graverà la nuova obbligazione di «fornire» la «garanzia equivalente», è pur vero che tale obbligazione non dovrà essere adempiuta direttamente a favore del *collateral provider* secondo lo schema del pegno irregolare. Il creditore pignoratizio dovrà, invece, «ricostituire» la garanzia originaria fornendo la «garanzia equivalente» entro la data di scadenza della obbligazione finanziaria garantita.

Ciò significa che, escluso l'effetto novativo, il *tantundem* non sarà consegnato al datore di garanzia, ma dovrà essere costituito in pegno per ripristinare l'oggetto sottoposto a vincolo pignoratizio prima della scadenza dell'obbligazione finanziaria garantita.

¹⁸² In questo senso anche, LOIACONO, CALVI, BERTANI, *Atti del Convegno "La nuova disciplina dei contratti di garanzia finanziaria"*, Milano 25 e 26 novembre 2004, p. 45.

Tanto osservato, è facile convincersi che il legislatore comunitario e, di conseguenza, quello nazionale abbiano voluto disporre che la garanzia reale fosse ricostituita (senza effetti novativi). Ed allora, in questo senso viene anche chiarito il motivo dell'uso del termine «ricostituire», anziché «ripristinare» o altri equivalenti.

Se infatti, a seguito dell'esercizio del «potere di disposizione», il creditore avesse dovuto restituire (o meglio, consegnare) il *tantundem* direttamente al datore di garanzia, il termine «ricostituire» sarebbe apparso affatto adatto, atteso che l'originaria garanzia reale sarebbe stata sostituita da una generica obbligazione di consegnare il *tantundem*. Diversamente, dovendo il creditore pignoratorio, che ha esercitato il proprio potere secondo l'art. 5 del Decreto, effettivamente costituire in garanzia un bene diverso (atteso che la garanzia equivalente, quanto il *tantundem*, è ontologicamente un bene diverso da quello originario), il termine «ricostituire» sembra concettualmente corretto, senza che con ciò ricorra un effetto novativo per espressa previsione normativa.

In tal modo, la possibilità di pattuire un diritto di disposizione delle attività finanziarie oggetto della garanzia reale a favore del creditore pignoratorio non è tale, nella sostanza, da far perdere all'originaria garanzia finanziaria *ex* Decreto la natura di garanzia reale convertendola in un trasferimento in funzione di garanzia. Si può dunque affermare che il legislatore, spinto da un *favor debitoris*, ha imposto che il pegno sull'originaria attività finanziaria venga «ricostituito» entro la data di scadenza dell'obbligazione garantita, onde evitare che a favore del debitore-datore di garanzia sussistesse un mero diritto all'adempimento di un'obbligazione di genere, piuttosto che un diritto reale di proprietà sulle attività finanziarie «ricostituite» in garanzia.

Pertanto, il pegno originariamente costituito, divenuto irregolare, torna ad essere regolare una volta che il creditore abbia «ricostituito» la «garanzia equivalente».

Giova, infine, coordinare la suddetta ricostruzione della fattispecie pignoratoria con la normativa speciale riguardante gli strumenti finanziari dematerializzati in gestione accentrata presso la Monte Titoli S.p.A. (di cui al Capitolo Secondo, paragrafo 2.1, *sub* B).

Il compimento di un atto relativo a strumenti finanziari dematerializzati, che importi esercizio del «potere di disposizione» e quindi il trasferimento delle proprietà sugli stessi ai sensi dell'art. 5 del Decreto, comporta il trasferimento del c.d. conto vincoli intestato al debitore-datore di garanzia (ove sono registrati gli strumenti finanziari sottoposti a vincolo ai sensi dell'art. 34, comma 3, Decreto Euro, e dell'art. 35, comma 2, Regolamento mercati) ad un conto (ordinario ovvero “vincoli”, secondo la natura dell'atto effettuato dal creditore pignoratizio, quali, ad esempio, cessione o costituzione in garanzia) intestato al creditore, o ad un terzo, dal quale risulti la titolarità dei titoli di cui si è disposto ovvero il vincolo cui gli stessi sono ora sottoposti. La «ricostituzione» della garanzia pignoratizia prima della scadenza dell'obbligazione garantita sarà invece attuata mediante la registrazione degli strumenti finanziari nel c.d. conto vincoli intestato all'originario datore di garanzia¹⁸³.

8. La clausola di compensazione per «close-out»: la compensazione come ulteriore tecnica di riduzione del rischio di credito (artt. 5 e 7 Decreto)

L'art. 5, comma 4, del Decreto prevede inoltre, sempre nell'ambito della fattispecie di cui si è appena trattato, che qualora, prima dell'adempimento dell'obbligo di ricostituzione della garanzia originaria con un'altra equivalente, «si verifichi un evento determinante l'escussione della garanzia, tale obbligo può essere oggetto della clausola di “close-out netting”. In mancanza di tale clausola, il creditore pignoratizio procede all'escussione della garanzia equivalente secondo quanto previsto dall'art. 4»¹⁸⁴.

La clausola di compensazione (*netting* o *setting-off*) per *close-out*, denominata dal Decreto anche «clausola di interruzione dei rapporti e pagamento del saldo netto», è, sulla base della nozione fornita dal Decreto,

¹⁸³ In tal senso anche LOIACONO, CALVI, BERTANI, *op. cit.*, p. 54, e PROSPETTI, *op. cit.*, p. 385.

¹⁸⁴ Si veda la nota n. 172 la definizione di «evento determinante l'escussione della garanzia».

quel meccanismo compensativo in base al quale, laddove si verifichi un evento determinante l'escussione della garanzia finanziaria, 1) le obbligazioni finanziarie reciproche delle parti «diventano immediatamente esigibili e vengono convertite nell'obbligazione di versare un importo pari al loro valore corrente stimato, oppure esse sono estinte e sostituite dall'obbligazione di versare tale importo, ovvero 2) viene calcolato il debito di ciascuna parte nei confronti dell'altra con riguardo alle singole obbligazioni e viene determinata la somma netta globale risultante dal saldo e dovuta dalla parte il cui debito è più elevato, ad estinzione dei reciproci rapporti» [cfr. art. 1, comma 1, lett. f) del Decreto].

In sostanza, è quella clausola contrattuale che permette, alla chiusura anticipata di un'operazione finanziaria, di pretendere l'adempimento delle obbligazioni da questa nascenti mediante la compensazione delle posizioni attive e passive delle parti e la liquidazione della relativa differenza¹⁸⁵. Il risultato netto della compensazione, in entrambi i casi sopra specificati, potrà essere tradotto in una nuova obbligazione: si avrà così un effetto novativo (ben espresso dal termine inglese “*netting by novation*”)¹⁸⁶. Relativamente alla funzione economico-sociale da essa svolta, il XIV Considerando della *Collateral Directive* precisa che trattasi di «una sana pratica di gestione del rischio utilizzata comunemente nei mercati finanziari».

Visti gli elementi che contraddistinguono la fattispecie in esame, si ricava che il presupposto logico necessario per l'inserimento di tale tipo di clausola di compensazione è l'esistenza di una molteplicità di obbligazioni finanziarie garantite riconducibili ad un contratto quadro (c.d. *master agreement*)¹⁸⁷.

In virtù dell'ampia nozione di «evento determinante l'escussione della garanzia», circostanza necessaria affinché operi la clausola in questione, la compensazione per *close-out* potrà operare non solo in caso di inadempimento, bensì anche al verificarsi di ulteriori eventi convenuti fra le

¹⁸⁵ Si vedano anche PERRONE, *Gli accordi di close-out netting*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1998, I, p. 51, e LEMBO, *Gli accordi di close-out netting*, in *D. fall.*, 2001, p. 1322.

¹⁸⁶ Al riguardo si veda MASTROPAOLO E. M., *op. cit.*, p. 531.

¹⁸⁷ Si veda, per approfondimenti, DE BIASI, *Un nuovo Master Agreement per strumenti finanziari sofisticati*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, p. 644.

parti non necessariamente riconducibili ad un inadempimento in senso proprio (si pensi all'ipotesi di "downgrading" di un soggetto, ossia al peggioramento dell'affidabilità creditizia di una parte). Il verificarsi di tali eventi produrrebbe quindi l'applicazione della clausola di *close-out netting* o, in alternativa, l'escussione della garanzia.

Deve quindi ritenersi che, con l'applicazione della clausola di *close-out netting*, viene meno tra le parti il c.d. beneficio del termine di cui all'art. 1186 c.c., le obbligazioni, cioè, diventano immediatamente esigibili sebbene il termine di adempimento non sia ancora scaduto¹⁸⁸.

Si può, inoltre, osservare che il Decreto sembra consentire al solo beneficiario della garanzia di attivare la clausola di compensazione, in quanto la definizione di «evento determinante l'escussione della garanzia» si riferisce al solo creditore pignoratizio e non anche al debitore. Invero, la formulazione utilizzata dal legislatore italiano sembra in contrasto con il testo inglese della *Collateral Directive*. In tale versione, infatti, il *close-out netting* può operare al verificarsi di un *enforcement event*, che scatta quindi non necessariamente su iniziativa del creditore. Quest'ultima previsione pare più aderente alla *ratio* che regge l'intera Direttiva. È pertanto fondato ritenere che la facoltà di attivare la clausola debba essere riconosciuta anche al debitore.

Si osservi, infine, che ai sensi della legge fallimentare la validità e l'efficacia di tali clausole entrerebbero in conflitto nell'ipotesi in cui una delle parti dovesse essere sottoposta ad una procedura concorsuale. Al riguardo è opportuno rilevare la scelta effettuata dal legislatore, il quale stabilisce che «la clausola di *close-out netting* è valida ed ha effetto [...] anche in caso di apertura di una procedura di risanamento o di liquidazione nei confronti di una delle parti» (cfr. art. 7 del Decreto)¹⁸⁹.

¹⁸⁸ Si veda nuovamente MASTROPAOLO E. M., *op. cit.*, p. 532.

¹⁸⁹ La norma pone in realtà numerosi problemi di coordinamento con la legge fallimentare. In questa sede, ci si limita a segnalare che è stato sostenuto, con riferimento alla Direttiva, che «i rapporti tra le materie espressamente regolate dalla direttiva e la disciplina dell'insolvenza non si esauriscono nella disapplicazione selettiva delle norme individuate dall'art. 8; tali rapporti investono l'intera materia regolata dalla direttiva, e la soluzione che emerge è indubbiamente tale da porre la disciplina comunitaria in una posizione di prevalenza rispetto alle discipline nazionali sull'insolvenza, salva comunque la disciplina della revocatoria», così ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 221. A tal proposito si veda anche LOIACONO, CALVI, BERTANI, *op. cit.*, p. 36.

9. La «clausola di sostituzione» del bene costituito in garanzia [art. 1, lett. g), Decreto]: ulteriore conferma normativa della ammissibilità del patto di rotatività

L'art. 1 del Decreto definisce alla lett. g) del comma 1 la «clausola di sostituzione» come quella «clausola del contratto di garanzia finanziaria che prevede la possibilità di sostituire in tutto o in parte l'oggetto, nei limiti di valore dei beni originariamente costituiti in garanzia».

La lett. e) del medesimo comma innanzi richiamato definisce, invece, la «clausola di integrazione» come quella «clausola del contratto di garanzia finanziaria che prevede l'obbligo di prestare una garanzia finanziaria o di integrare la garanzia finanziaria già prestata: 1) in caso di variazione dell'importo dell'obbligazione finanziaria garantita, a seguito di variazione dei valori di mercato correnti, o del valore della garanzia originariamente prestata; 2) in caso di variazione dell'importo dell'obbligazione finanziaria garantita per causa diversa da quella di cui al numero 1)».

L'art. 9 del Decreto, nel regolamentare gli «(e)ffetti delle procedure di liquidazione sulle garanzie finanziarie», prevede espressamente anche una disciplina circa gli effetti delle richiamate clausole nell'ambito delle procedure concorsuali, enfatizzando con ciò la portata e la funzione di dette clausole.

In particolare, ai fini del presente scritto, si deve evidenziare che il comma 2 dell'art. 9 prevede che «(a)gli effetti di cui agli articoli 66 e 67 della legge fallimentare:[...] b) la prestazione della garanzia in conformità ad una clausola di sostituzione non comporta costituzione di una nuova garanzia e si considera effettuata alla data della prestazione della garanzia originaria; c) la prestazione della garanzia in conformità ad una clausola di integrazione si considera effettuata contestualmente al debito garantito e, nel caso indicato nell'articolo 1, lett. e), numero 1), al momento della prestazione della garanzia originaria o, in assenza di garanzia originaria, al momento della stipula del contratto di garanzia finanziaria; nel caso indicato

nell'articolo 1, lett. e), numero 2), nel momento in cui la garanzia integrativa è stata prestata».

Dalle innanzi menzionate previsioni si evince chiaramente che le garanzie finanziarie, alla luce della relativa normativa e di specifiche previsioni in essa contenute, non assolvono più all'esclusiva funzione di "garanzia del credito", ma hanno anche la funzione economico-sociale di consentire l'utilizzazione dei beni costituiti in garanzia. In sostanza, l'obiettivo di tali previsioni è quello di venire incontro alla sempre più sentita, e sempre più perseguita, esigenza di dinamicità dei mercati, già descritta nel paragrafo 1 del Capitolo Primo.

Viene così ribadita l'ammissibilità del patto di «rotatività» o di «sostituzione», nonché l'ancora discussa «clausola di integrazione» (dei quali si è ampiamente detto nei paragrafi 3 e 3.1 del Capitolo Secondo, ai quali si rinvia).

L'analisi che segue sarà pertanto orientata a rintracciare nelle previsioni del Decreto eventuali disposizioni o indicazioni atte ad integrare o chiarire la fattispecie del pegno rotativo e della clausola di integrazione (della quale si dirà specificamente nel paragrafo 10 che segue), con la possibilità che la normativa in questione contenga perfino delle disposizioni di carattere derogativo rispetto alla disciplina e ai principi codicistici delle garanzie reali.

Venendo alla clausole di sostituzione, si può innanzi tutto affermare che i beni idonei ad essere forniti in sostituzione di quelli originariamente costituiti in garanzia finanziaria non potranno che essere unicamente «attività finanziarie», in quanto, a seguito della sostituzione, la garanzia il cui oggetto è stato sostituito dovrà continuare ad essere qualificata come una «garanzia finanziaria» secondo la nozione di cui alla lett. d), comma 1, art. 1 del Decreto.

Le attività finanziarie offerte in sostituzione, peraltro, potranno sia appartenere alla medesima categoria di quelli originari sostituiti, sia appartenere ad un *genus* diverso, non dettando il Decreto alcun limite in tal senso, a ciò rilevando quanto già osservato nel paragrafo 3.1 del Capitolo Secondo.

La definizione di «clausola di sostituzione» impone il medesimo interrogativo già posto e affrontato (nel richiamato paragrafo 3.1 del Capitolo Secondo) relativamente all'aspetto della «equivalenza dei valori» tra i beni sostituiti. Invero, il Decreto, nel prevedere che la sostituzione avvenga «nei limiti di valore dei beni originariamente costituiti in garanzia», di fatto ripropone la stessa formula utilizzata dalla giurisprudenza secondo la quale la sostituzione può essere effettuata «entro i limiti di valore dei beni originariamente dati in pegno».

A tal riguardo, il Decreto non fornisce alcuna ulteriore indicazione.

Al contrario, il Considerando XVI della Direttiva legittima, anche in questo contesto, conferma la fondatezza delle osservazioni già avanzate nel richiamato paragrafo 3.1¹⁹⁰. Difatti esso fa, in primo luogo, riferimento ai valori di mercato «correnti», con ciò lasciando intendere che il valore di riferimento per le varie operazioni finanziarie (incluse la sostituzione e l'integrazione della garanzia finanziaria) sia quello esistente al momento in cui si dà "esecuzione" a tali operazioni.

Inoltre, enfatizza il dato saliente secondo cui tali operazioni, pur dovendosene garantire la validità ed efficacia, non devono comunque costituire strumenti elusivi della normativa nazionale volti a pregiudicare gli interessi degli altri creditori del *collateral provider*.

Pertanto, non si possono che ribadire le osservazioni già effettuate con riguardo al pegno rotativo, in base alle quali il valore di riferimento ai

¹⁹⁰ Il Considerando XVI osserva che nella pratica dei mercati finanziari «l'esposizione e la garanzia sono misurate al loro valore di mercato corrente (*mark-to-market*) e gli operatori possono esigere successivamente un'integrazione della garanzia finanziaria o restituire l'eventuale eccedenza della garanzia finanziaria. Lo stesso vale per la possibilità di sostituire ad attività previste come garanzia finanziaria altre attività dello stesso valore». Quindi, volendo chiarire quale sia la *ratio* che regge la previsione della «clausola di sostituzione» e della «clausola di integrazione», afferma che «(l)'intenzione è semplicemente far sì che la fornitura di garanzia finanziaria integrativa ("*top-up*") o di sostituzione non possa essere messa in discussione unicamente perché le obbligazioni finanziarie garantite esistevano prima che la garanzia finanziaria fosse fornita, o perché la garanzia finanziaria è stata fornita durante un periodo determinato». In ultimo, cosa che qui più rileva, di fatto individua i limiti all'utilizzo di tali clausole, osservando che «(t)uttavia ciò non pregiudica la possibilità di porre in discussione ai sensi del diritto nazionale il contratto di garanzia finanziaria e la fornitura di siffatta garanzia come parte della fornitura iniziale della garanzia finanziaria, di quella integrativa ("*top-up*") o di quella in sostituzione, ad esempio quando ciò sia stato fatto intenzionalmente a detrimento di altri creditori».

fini della sostituzione non potrà che essere quello esistente al momento della sostituzione stessa.

Alla luce della previsione di cui alla lett. *b*), comma 2, dell'art. 9 del Decreto (innanzi riportata), si può inoltre affermare che, conformemente a quanto già sostenuto dalla dottrina e statuito dalla giurisprudenza in merito al pegno rotativo, la sostituzione non produrrà effetti novativi e che la prestazione dell'attività finanziaria sostitutiva comporterà la "retrodatazione" della sostituzione stessa alla data di costituzione della garanzia originaria. È, dunque, confermato il principio della "continuità del rapporto di garanzia", di talché viene esclusa la possibilità di applicare a tali fattispecie gli artt. 66 e 67 della legge fallimentare per il sol fatto della non contestualità della garanzia sostitutiva e la costituzione di quella originaria.

Sin qui, dunque, non è dato rilevare alcuna differenza o novità rispetto a quanto già osservato sul pegno rotativo nel Capitolo Secondo.

Si tratta ora di esaminare la definizione della «clausola di sostituzione».

In realtà la formulazione della stessa si presenta alquanto generica, difatti, sebbene lasci chiaramente intendere che la clausola di sostituzione dovrà essere contenuta nel contratto di garanzia finanziaria cui accede (in linea con quanto osservato relativamente al patto di rotatività), non ne specifica il contenuto essenziale.

È legittimo pertanto chiedersi se la clausola di sostituzione deve, sin dalla sua previsione nel regolamento della garanzia finanziaria, prevedere tutte le condizioni e i termini della sostituzione (similmente a quanto è stato affermato con riguardo al patto di rotatività): ed in particolare rispettare il c.d. requisito di specificità (*i.e.* indicazione dei beni, delle modalità e dei tempi di sostituzione), ovvero se sia sufficiente che il contratto di garanzia finanziaria preveda genericamente che le parti possano successivamente sostituire, entro i limiti di valore di cui si è detto, le attività finanziarie oggetto della garanzia, rimandando al momento in cui tale eventualità dovesse verificarsi la determinazione di ogni aspetto dell'operazione di sostituzione¹⁹¹.

¹⁹¹ Abbraccia quest'ultima lettura GUCCIONE, *op. cit.*, p. 246.

A ben vedere, qualora si condividesse quest'ultima tesi, la «clausola di sostituzione» non potrebbe più essere ricondotta entro la cornice del patto di rotatività, in quanto verrebbe a mancare il carattere programmatico dell'intera operazione di credito, intesa in senso unitario, alla quale dottrina e giurisprudenza ormai riconducono l'«anomalia» del pegno rotativo. È infatti evidente che l'ammissibilità del pegno rotativo, come già tratteggiato nei suoi elementi caratterizzanti, si basa, principalmente, sulla predeterminabilità dell'evoluzione che l'intera operazione economica potrà subire, al precipuo fine di tutelare, in prima istanza, gli interessi degli altri creditori e di poter, inoltre, offrire gli elementi necessari per vagliare la meritevolezza del patto di rotatività (specie nell'eventuale fase patologica dell'operazione stessa).

Orbene, nulla impedirebbe ad una normativa speciale di dettare una disciplina di settore con ristretto ambito di applicazione e quindi di prevedere una «clausola di sostituzione» nei termini di cui alla seconda tesi innanzi proposta, senonché i limiti e i principi su cui si regge l'intera normativa prevista dal Decreto, desumibili principalmente dalla Direttiva, non permettono a tale ipotesi di trovare accoglimento.

Come innanzi evidenziato¹⁹², la Direttiva si propone di eliminare i «rischi sistemici» e di rafforzare il sistema delle garanzie finanziarie all'interno del Mercato Unico, ed ha essa stessa indirettamente sancito il principio secondo cui le operazioni di credito, alle quali le garanzie finanziarie accedono, non devono comunque costituire strumenti elusivi della normativa nazionale volti a pregiudicare gli interessi degli altri creditori del *collateral provider*.

Dunque, se la nozione di «clausola di sostituzione» fosse intesa come generica previsione di future e possibili sostituzioni – con il solo limite del valore innanzi precisato – a condizioni e termini da definire tra il *collateral provider* e il *collateral taker* in occasione di ogni singola sostituzione, la figura in esame si presterebbe a facili elusioni delle norme a tutela degli interessi degli altri creditori del *collateral provider*, potendo questi, *inter alia*, di volta in volta decidere quali beni offrire in sostituzione in ragione del loro valore corrente di mercato, “scartando” i beni aventi uno

¹⁹² Si veda nota n. 120.

scarso valore corrente, e, quindi, ridurre il valore del proprio patrimonio a discapito degli altri creditori (si tratterebbe di legittimare una operazione simile alla spesso scorretta pratica commerciale del c.d. *cherry picking*).

Si può pertanto concludere che il Decreto non abbia portato innovazioni rispetto all'ordinaria fattispecie della garanzia rotativa di cui si è già detto (salvo quanto si dirà nel paragrafo che segue).

10. La «clausola di integrazione» del bene costituito in garanzia [art. 1, lett. e), Decreto]: una nuova «anomalia» della garanzia pignorizia

Venendo ora all'esame della «clausola di integrazione», nel ribadire le considerazioni introduttive espresse nel precedente paragrafo 9, si cercherà ora di trarre dalle disposizioni fornite dal Decreto le risposte agli interrogativi e ai dubbi sorti nel corso dell'analisi compiuta nel paragrafo 3.1 del Capitolo Secondo.

L'interrogativo principale sorto durante la trattazione del patto di rotatività consiste, sinteticamente, nel chiarire se la «rotatività» debba intendersi solo nel senso della «sostituzione» dei beni ovvero anche nel senso della loro «integrazione». In tale ultimo caso, alle c.d. clausole di integrazione dovrebbero applicarsi anche tutte le condizioni di ammissibilità del pegno rotativo, compatibilmente con la funzione delle clausole in parola, e si dovrebbero riconoscere loro tutti gli effetti del patto di rotatività, fra i quali, in particolare, la retrodatazione degli effetti dell'«integrazione».

Per la natura stessa delle clausole di integrazione, non potranno, invece, valere le osservazioni relative al valore di riferimento ai fini della sostituzione (qui, della integrazione) dei beni originariamente oppignorati, che quindi non potrà essere quello rilevabile al momento in cui si effettua l'operazione di integrazione stessa.

Così come per la «clausola di sostituzione», gli unici beni che potranno integrare la garanzia finanziaria non possono che appartenere alla categoria delle «attività finanziarie», anche se di *species* diversa da quella

cui appartengono le attività finanziarie originariamente costituite in garanzia.

Inoltre, atteso che nella nozione della clausola in esame offerta dal Decreto è menzionata anche la possibilità «di prestare una garanzia finanziaria», oltre che di «integrare la garanzia finanziaria già prestata», si può affermare con relativa certezza che l'integrazione della garanzia originaria può essere realizzata anche mediante la conclusione di un nuovo «contratto di garanzia finanziaria», indi sinanche diverso ontologicamente dalla garanzia finanziaria originaria. Potrebbe dunque accadere che la garanzia finanziaria "originaria" consista in una garanzia reale (se tipica, si tratterà del pegno), mentre la garanzia "integrativa" in una cessione di attività finanziarie in funzione di garanzia.

In realtà, quanto appena osservato non dovrebbe sollevare alcuna perplessità o stupore laddove si tenesse presente che le varie ipotesi di clausole di integrazione utilizzate dalla prassi sono generalmente ricondotte alla fattispecie di cui all'art. 2743 c.c. che, secondo l'orientamento dominante, sia in dottrina che in giurisprudenza¹⁹³, viene comunemente interpretato come una ipotesi di costituzione di una nuova garanzia, soggetta pertanto all'eventuale falcidia fallimentare qualora conclusa durante il c.d. periodo sospetto.

Tanto chiarito, risulta evidente che l'art. 9 del Decreto (riportato parzialmente nella parte introduttiva del precedente paragrafo 9) detta delle previsioni oltremodo innovative rispetto alla comune interpretazione codicistica, in quanto ammette la retrodatazione delle operazioni di integrazione alla data di costituzione delle garanzie originarie [(cfr. art. 9, comma 2, lett. c)]. Dunque in deroga alla comune interpretazione dell'art. 2743 c.c.

Peraltro, ai fini dell'integrazione della garanzia originaria non potrà che farsi riferimento al valore della garanzia originaria al momento della sua costituzione, non invece, come già anticipato, al momento dell'integrazione della garanzia. Se così non fosse, le clausole di integrazione non avrebbero ragion d'essere. Difatti, la clausola in esame è finalizzata ad eliminare gli effetti delle fluttuazioni dei valori nel mercato monetario al precipuo scopo

¹⁹³ A tal riguardo si vedano la nota n. 114.

di non accrescere l'esposizione di alcuna delle parti di un'operazione finanziaria assistita da garanzia (finanziaria).

Pur tuttavia, l'atteggiamento di favore mostrato dal legislatore comunitario nei confronti delle parti che intendano prevedere una clausola di integrazione nel corpo di un contratto di garanzia finanziaria¹⁹⁴ è stato di fatto attenuato dall'opera di recepimento effettuata dal legislatore italiano nel dettare discipline diverse [cfr. lett. c), comma 2, art. 9, Decreto, di cui *supra*] a seconda delle due diverse cause che possono determinare la «variazione dell'importo dell'obbligazione finanziaria garantita».

Invero, premesso che ai fini dell'ammissibilità di una «clausola di integrazione» ai sensi del Decreto non rilevano le cause della modifica del valore dei beni costituiti in garanzia finanziaria, la nozione della clausola in questione distingue tra le ipotesi in cui l'integrazione sia prestata «1) in caso di variazione dell'importo dell'obbligazione garantita, a seguito di variazione dei valori di mercato correnti, o del valore della garanzia originariamente prestata» e «2) in caso di variazione dell'importo dell'obbligazione finanziaria garantita» a seguito di tutte le altre possibili ragioni che possono aver determinato una variazione di tale importo (quali, ad esempio, le frequenti modifiche concordate dalle parti di un contratto di garanzia dell'importo dell'obbligazione garantita). Orbene, l'art. 9 del Decreto riserva il regime di favore di cui si è sopra detto, ossia retrodatazione dell'integrazione al momento della costituzione della garanzia originaria, alla sola ipotesi di cui al punto 1) appena menzionato. Mentre, in tutti gli altri casi [si veda il numero 2), comma 1, lett. e) del Decreto], la garanzia integrativa si considererà effettuata al momento in cui questa è stata prestata, trovando quindi applicazione il regime ordinario delle procedure concorsuali.

In caso contrario, anche le garanzie integrative prestate per un'obbligazione sorta contestualmente – quale sarebbe infatti quella sorta a seguito di una modifica volontaria dell'importo dell'obbligazione originariamente garantita – avrebbe ingiustamente goduto della disciplina di

¹⁹⁴ La Direttiva non prevede una espressa definizione di «clausola di integrazione», ma comunque la descrive come quella clausola che ha il fine di «tenere conto delle variazioni del valore della garanzia finanziaria o dell'importo delle obbligazioni finanziarie assistite» [cfr. art. 8, comma 3, lett. a)].

favore accordata unicamente a casi di indipendenti dalla volontà delle parti coinvolte in una operazione finanziaria assistita da una garanzia finanziaria.

Ciò chiarito, non ci si potrà esimere dal considerare che il legislatore italiano ha sì, di fatto, derogato alla *par condicio creditorum*, ma lo ha fatto sulla base di una meditata e giustificabile *ratio* connessa ad eventi imprevedibili ed esterni alla sfera decisionale delle parti coinvolte, al fine di evitare eventuali collusioni e frodi in pregiudizio degli altri creditori del *collateral provider*.

Nel paragrafo 3.1 del Capitolo Secondo si è affermato che l'ammissibilità di una clausola di integrazione, secondo termini e condizioni riconducibili a quelli previsti dal Decreto, sarebbe stata ipotizzabile solo a fronte dell'esistenza di un «interesse (talmente) meritevole di tutela da giustificare una deroga alla *par condicio creditorum*». Qui pare che il legislatore italiano, alla luce delle nuove esigenze rintracciabili nei mutamenti del mercato finanziari e nella conseguente evoluzione della prassi operativa, abbia rintracciato un nuovo equilibrio tra i configgenti interessi pubblici di tutela del credito, da una parte, e di circolazione della ricchezza, dall'altro.

In ultima analisi, dunque, si ritiene che la disciplina delle «clausole di integrazione», come tratteggiata nel Decreto, debba essere accolta positivamente dall'interprete, non potendosi rintracciare fondate ed attuali ragioni per non farlo.

Per concludere, ben può affermarsi che l'integrazione della garanzia finanziaria nel caso di variazione dell'importo dell'obbligazione garantita dipesa da variazioni dei valori correnti di mercato o di variazione del valore della garanzia originariamente prestata [cfr. art. 9, comma 1, lett. e), punto 1)] sia ascrivibile ad una nuova «anomalia» del pegno, ma non riconducibile alla figura del pegno rotativo.

La figura della clausola di integrazione, difatti, se osservata secondo una prospettiva funzionale, non può certo essere ricondotta entro la fattispecie del patto rotativo, in quanto carente di uno degli elementi che giustificano la costruzione giuridico-economica e le condizioni di ammissibilità di tale patto (ossia, il riferimento al momento della sostituzione per individuare il «valore di equivalenza» dei beni sostituiti).

11. La cessione del credito e il trasferimento della proprietà in funzione di garanzia (art. 6 Decreto)

È già stato anticipato, ma giova ricordarlo, che l'art. 6 del Decreto racchiude una delle più significative innovazioni introdotte nel nostro ordinamento dalla normativa in esame. Il comma 2 dispone, infatti, una deroga espressa al divieto del patto commissorio *ex art. 2744 c.c.* con riferimento ai contratti di garanzia finanziaria che prevedono il trasferimento di attività finanziarie con funzione di garanzia. La disapplicazione del divieto richiamato rappresenta una novità che sembra stravolgere la tradizione storica di un istituto fondamentale del nostro ordinamento.

Fatta questa doverosa premessa, si deve evidenziare come l'intervento comunitario è stato dettato, in prima istanza, dalla necessità di tutelare le forme contrattuali in esame al fine di evitare il rischio di «riqualificazione» con altre tipologie contrattuali¹⁹⁵; alto è infatti il rischio che tali contratti possano essere ricondotti all'interno della categoria dei diritti reali di garanzia.

Al fine di realizzare questo obiettivo, l'art. 6, comma 1, prevede che i contratti di «trasferimento della proprietà con funzione di garanzia, compresi i contratti di pronti contro termine, hanno effetto in conformità ai termini in essi stabiliti, indipendentemente dalla loro qualificazione».

È evidente che la riconduzione di un simile contratto ad un pegno (regolare) avrebbe effetti deleteri nel caso in cui i requisiti necessari per costituire il pegno fossero diversi da quelli utilizzati per costituire il contratto di garanzia finanziaria con trasferimento della proprietà: tale eventualità comporterebbe, infatti, la nullità del negozio di garanzia. Per

¹⁹⁵ A tal riguardo si noti che il XIII Considerando dispone che «(la Direttiva) intende tutelare la validità dei contratti di garanzia finanziaria fondati sul trasferimento della piena proprietà della garanzia finanziaria, ad esempio eliminando la cosiddetta “riqualificazione” di siffatti contratti di garanzia (incluse le operazioni pronti contro termine) come diritti reali di garanzia».

assicurare la certezza giuridica viene, quindi, inibita la riqualificazione dei contratti di garanzia in parola¹⁹⁶.

Come innanzi evidenziato, l'effettiva innovazione dell'art. 6 del Decreto è tratteggiata dalla previsione di cui al secondo comma dell'articolo stesso.

Per comprendere appieno la portata della disposizione in questione si deve preliminarmente fare rinvio alla nozione di contratto di garanzia finanziaria che accoglie, di fatto, due categorie di garanzie finanziarie proprie del diritto anglosassone. L'art. 6 del Decreto, in particolare, disciplina il c.d. *title transfer financial collateral arrangement*, ossia il contratto di «cessione del credito o di trasferimento della proprietà (di attività finanziarie) con funzione di garanzia»¹⁹⁷.

Questa norma, difatti, derogando espressamente all'art. 2744 c.c. e, quindi, affermando la validità e l'efficacia di tale categoria di contratti, risolve positivamente (perlomeno nell'ambito di applicazione del Decreto) l'annosa questione circa l'idoneità dello scopo di garanzia ad acquisire tutela giuridica nell'ipotesi di utilizzazione di uno schema causale tipico che prevede invece la funzione traslativa del diritto. Il punto cruciale sul tema dell'ammissibilità è sempre stato quello della compatibilità – o incompatibilità – della funzione di garanzia con l'effetto traslativo di un diritto del garante a favore del garantito. È diffusa infatti la tesi secondo cui il trasferimento a scopo di garanzia integri un patto commissorio vietato ai sensi dell'art. 2744 c.c.¹⁹⁸

¹⁹⁶ In tal senso si veda BAGGIO, REBECCA, *Il pegno di strumenti finanziari, di azioni e di quote*, Milano 2005, p. 175.

¹⁹⁷ Si ricorda che le lettere a) e b) dell'art. 2, comma 1, della Direttiva definiscono, rispettivamente, la nozione di “contratti di garanzia finanziaria con trasferimento del titolo di proprietà” e di “contratti di garanzia finanziaria con costituzione di garanzia reale”, esplicitando così la ripartizione del concetto di contratto di garanzia finanziaria in due distinte categorie.

¹⁹⁸ A tal proposito si vedano Cass. 3 giugno 1983, n. 3800 (*leading case*), in *G. it.*, 1984, I, 1, p. 1649 con nota di DANUSSO; Cass. 16 settembre 2004, n. 18655; Cass. 1 agosto 2002, n. 11419, in *Notariato*, 2004, p. 492, con nota di BRANCA; Cass. 21 luglio 2004, n. 13580, in *Contratti*, 2004, p. 1011, con nota di CALICE; Cass. 19 maggio 2004, n. 9466, in *Contratti*, 2004, p. 979, con nota di CILIA; Cass. 20 luglio 1999, n. 7740. In dottrina si vedano CARNEVALI, *Patto commissorio*, in *Enc. dir.*, XXXII, Milano 1982, p. 499; SESTA, *Le garanzie atipiche*, Padova 1988, p. 27; ANELLI, *op. cit.*, p. 47.

Ciò detto, si può con certezza affermare che la cessione (o il trasferimento) al garantito di attività finanziarie con funzione di garanzia ne consente l'immediato riutilizzo e, in caso di escussione della garanzia, la compensazione con le obbligazioni garantite.

Tuttavia, l'utilizzazione del contante e degli strumenti finanziari ceduti a scopo di garanzia può pregiudicare il diritto alla restituzione di cui il garante-debitore è titolare, laddove egli abbia adempiuto tutte le obbligazioni garantite. È per questo motivo che il terzo comma dell'art. 6 del Decreto – mediante un rinvio espresso all'art. 5, commi da 2 a 4, del Decreto stesso – prevede che il garantito rilasci una «garanzia equivalente» per garantire, a sua volta, i propri obblighi restitutori¹⁹⁹.

Ciò detto, è necessario fare una precisazione in merito alle tre modalità di escussione del pegno, stante la menzione che ne viene fatta dal richiamato comma 4 dell'art. 5 del Decreto. Per quanto qui rileva, in tutte e tre le forme di realizzo (ossia la vendita, l'appropriazione e l'utilizzo) non si prescinde mai dalla valutazione del rapporto tra ammontare del credito e valore del bene, essendo sempre prevista la restituzione dell'eccedenza.

Evidentemente, il meccanismo di realizzazione del pegno integra, in concreto, la fattispecie del c.d. patto marciano. Difatti, secondo un orientamento consolidato in dottrina e giurisprudenza, qualora la cessione del credito o il trasferimento della proprietà con funzione di garanzia contempli l'obbligo ulteriore del creditore insoddisfatto di restituire al debitore inadempiente la differenza fra l'importo del suo credito ed il valore del bene, la fattispecie non viola il divieto del patto commissorio in ragione della previsione del c.d. patto marciano, da sempre ritenuto valido ed efficace²⁰⁰.

¹⁹⁹ In tal senso si veda MASTROPAOLO E. M., *op. cit.*, p. 533. In merito alla disciplina prevista dai commi da 2 a 4 dell'art.5 del Decreto si vedano *supra* i paragrafi 7 e 7.1.

²⁰⁰ Sul «patto marciano», in dottrina, si vedano CARNEVALI, voce *Patto commissorio*, in *Enc. dir.*, XXXII, Milano 1982, p. 499; CIPRIANI, *Patto commissorio e patto marciano – Proporzionalità e legittimità delle garanzie*, Napoli 2000, p. 324; MINNITI, *Patto marciano e irragionevolezza del disporre in funzione di garanzia*, in *R. d. comm.*, 1997, I, p. 29; RAGAZZINI, *Vendita in garanzia con patto di riscatto – Patto commissorio – Patto marciano*, in *Riv. not.*, 1991, p. 133; QUARTAPELLE, *Divieto del patto commissorio, trasferimento della proprietà e del credito in garanzia sale and lease-back*,

Dunque, si pone l'interrogativo se la disciplina della cessione del credito o del trasferimento della proprietà con funzione di garanzia di cui all'art. 6 del Decreto integri una fattispecie potenzialmente nulla ai sensi dell'art. 2744 c.c. o, piuttosto, pienamente valida ed efficace per l'applicazione del patto marciano concretamente previsto dal meccanismo di escussione della garanzia.

Per le cose dette, si deve propendere per la seconda tesi. Ed invero, atteso che la richiamata disciplina dell'escussione del pegno (cfr. artt. 4 e 5 del Decreto) non prevede alcuna espressa deroga al divieto del patto commissorio (al contrario dell'art. 6 del Decreto), detto meccanismo di realizzazione della garanzia deve essere considerato valido perché, ed in quanto, presuppone un'operazione complessa che include un patto marciano.

Ad ulteriore sostegno della tesi appena avanzata si noti, peraltro, che il divieto di cui all'art. 2744 c.c. riguarda solamente, per il chiaro tenore letterale della norma²⁰¹, l'acquisizione di un bene da parte del creditore al momento dell'inadempimento del debito. Non riguarda, invece, il trasferimento (immediato) del bene al momento genetico (anziché patologico) dell'obbligazione da garantire.

Ebbene, da una lettura sistematica dell'intero impianto normativo previsto dalla Direttiva e dal Decreto, si evince senza dubbio alcuno che la cessione del credito o il trasferimento della proprietà con funzione di garanzia è effetto immediato del contratto di garanzia finanziaria. Se così non fosse, non sarebbe invero possibile attribuire una tutela "immediata" al creditore garantito con il trasferimento della proprietà di attività finanziarie, determinando un ingiustificato differente trattamento tra il creditore garantito da pegno (o da altre garanzie reali) e il creditore garantito dal trasferimento di attività finanziarie in proprietà. Tale osservazione è peraltro confortata dal tenore letterale del terzo comma dell'art. 6 del Decreto, che operando il rinvio all'art. 5, commi da 2) a 4), del Decreto relativo al pegno

patto Marciano, in *Vita not.*, 19889, p. 246. In giurisprudenza si vedano Trib. Monza 25 maggio 1988; Cass. 25 febbraio 1987, n. 1978.

²⁰¹ La lettura formalistica della norme in esame, che viene qui accolta, è confermata dalla costante interpretazione giurisprudenziale. In merito si vedano Cass. 12 dicembre 1986, n. 7385; Cass. 8 maggio 1984, n. 2795.

(e più in generale alle garanzie reali atipiche), implicitamente statuisce una identità di disciplina per le due forme di garanzia finanziaria relativamente all'ambito in questione.

In ultima analisi, è facile convincersi che la norma prevista dall'art. 6, comma 1, del Decreto non integra una fattispecie contraria al divieto del patto commissorio *ex art. 2744 c.c.*, e che, pertanto, il secondo comma dell'art. 6 del Decreto perde la propria funzione derogatoria. Quanto detto, tuttavia, non priva di utilità pratica la norma in questione, la quale contribuisce a sciogliere ogni eventuale dubbio circa la legittimità e la validità del contratto di garanzia finanziaria con trasferimento del titolo di proprietà, in coerenza con il XIII Considerando della Direttiva che evidenzia l'intenzione del legislatore comunitario di evitare il rischio di «riqualificazione».

Per concludere l'esame della disciplina applicabile alle garanzie finanziarie di cui all'art. 6 del Decreto, è ragionevole ritenere che, oltre ai requisiti formali per la costituzione della garanzia e l'efficacia della stessa previsti dagli artt. 2 e 3 del Decreto, anche per la cessione di credito o il trasferimento della proprietà con funzione di garanzia occorra la notifica al debitore ceduto ovvero l'accettazione da parte del debitore con scrittura avente data certa (affinché la cessione o il trasferimento sia opponibile anche al debitore ceduto), per analogia al pegno di crediti disciplinato dagli artt. 2800 ss. c.c, piuttosto che alla ordinaria cessione del credito *ex art. 1260 ss c.c.*²⁰²

Infine, sembra condivisibile la tesi secondo cui il contratto di garanzia reale con trasferimento del titolo di proprietà includa una *condicio iuris* risolutiva, cosicché, se e quando tale condizione abbia a verificarsi, l'attività finanziaria trasferita in funzione di garanzia tornerebbe *ipso iure* nel patrimonio del debitore-cedente, senza bisogno di un'ulteriore manifestazione di volontà negoziale delle parti²⁰³.

Conclusa l'analisi dell'art. 6 del Decreto, si possono ora elencare i principali istituti (ad eccezione del pegno regolare) previsti dal nostro

²⁰² In tal senso si veda TARZIA, *Le garanzie atipiche (e l'attuazione della direttiva europea sui contratti di garanzia finanziaria)*, in *Fallimento*, Milano 2005, 5, p. 486.

²⁰³ Si veda TARZIA, *op. ult. cit.*, p. 486.

ordinamento ed utilizzati nella prassi commerciale nazionale - specialmente finanziaria - con funzione di garanzia: il pegno irregolare (cfr. art. 1851 c.c.), il deposito irregolare (cfr. art. 1782 c.c.), la cessione in garanzia (di cui si è già ampiamente detto), il riporto (cfr. artt. 1548 – 1551 c.c.) e il c.d. mandato *in rem propriam* all'incasso di crediti del mandante²⁰⁴. In tutti questi casi, il debitore (o il terzo garante) trasferisce la proprietà del bene mobile consegnato in garanzia al creditore, il quale ne acquista la proprietà.

Il Decreto ha poi espressamente incluso nella definizione di “contratto di garanzia reale” l’operazione di “pronti contro termine”, adattamento italiano del “*repurchase agreement*” statunitense (anche detto *repo* o *p/t*), utilizzato nella prassi dei mercati internazionali poiché può assolvere, accanto alla funzione di finanziamento, anche quella di garanzia del finanziamento stesso²⁰⁵.

12. Il criterio di ragionevolezza commerciale nel realizzo e nella valutazione delle «attività finanziarie» (art. 8 Decreto)

L’art. 8, comma 1, del Decreto stabilisce, con l’evidente intenzione di riequilibrare una normativa che si preoccupa di tutelare quasi esclusivamente il creditore-contraente garantito, che «le condizioni di realizzo delle attività finanziarie ed i criteri di valutazione delle stesse e

²⁰⁴ In dottrina si vedano TARZIA, *Cessione di credito, mandato in rem propriam e revocatoria fallimentare*, in *Fallimento*, 2003, p. 59; LOGORATOLO, *Mandato in rem propriam all'incasso e revocatoria fallimentare*, in *D. fall.*, 2003, I, p. 1043; FERRARIO, *La cessione dei beni ai creditori: un mandato in rem propriam con funzione di garanzia o di liquidazione*, in *R. trim. d. proc. civ.*, 2001, p. 321; GINEVRA, *Le garanzie contrattuali atipiche sui crediti dell'impresa*, in *R. d. priv.*, 2001, 2, p. 237. In giurisprudenza si vedano Cass. 10 novembre 2005, n. 21823; Cass. 16 luglio 2004, n. 13165; Cass. 12 dicembre 2003, n. 19054.

²⁰⁵ In merito si vedano FAUCEGLIA, *Pronti contro termine*, in *Enc. dir.*, agg. V, p. 864; BONFATTI, *Il contratto di pronti contro termine*, in *La banca e i nuovi contratti (nel quadro della 2° Direttiva CEE)*, Milano 1993, p. 73; BRESCIA, MORRA, *Aspetti giuridici delle operazioni «pronti contro termine»*, in *R. d. comm.*, 1990, I, p. 781; DORIA DI BENEDETTO, STECCONI, *Contratti a termine*, in *Il Testo unico dell'intermediazione finanziaria*, Milano 1998, p. 1109; PERASSI, *Contratti a termine*, in *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova 1998, p. 1814; PERNAZZA, *Il contratto di pronti contro termine*, in *Tratt. Rescigno-Gabrielli*, Torino 2004, II, p. 1045.

delle obbligazioni finanziarie garantite devono essere ragionevoli sotto il profilo commerciale». Si noti che tale preoccupazione è avvertita solamente dal legislatore italiano, in quanto la Direttiva nulla ha previsto in tal senso.

Il comma successivo dispone poi che, «qualora (le condizioni di realizzo) non siano state previamente concordate tra le parti», la violazione della ragionevolezza commerciale può essere fatta valere in giudizio, entro tre mesi dalla comunicazione di cui al comma 2 dell'art. 4 del Decreto, «ai fini della rideterminazione di quanto dovuto» in caso di escussione del pegno ai sensi dell'art. 4 del Decreto.

Sembra che la norma abbia inteso attribuire adeguata rilevanza a quelle sopravvenienze impreviste, riconducibili alla nozione anglosassone di *hardship*²⁰⁶, che alterano l'equilibrio degli assetti reciproci fra le parti (ad esempio, la variazione del *rating* del titolo oggetto della garanzia), le cui conseguenze vengono solitamente rese oggetto di pattuizione con apposite clausole nella prassi del commercio internazionale²⁰⁷. Difatti, l'intervento dell'autorità giudiziaria può essere richiesto soltanto quando, da un lato, l'escussione della garanzia da parte del creditore garantito sia "irragionevole", dall'altro, i contraenti non abbiano già individuato i criteri di riequilibrio dell'assetto dei reciproci interessi.

La previsione del criterio di ragionevolezza, tipico degli ordinamenti di *common law*, rappresenta un'ulteriore novità per il nostro ordinamento (concetto infatti non chiaro, se non sconosciuto, per il nostro ordinamento giuridico)²⁰⁸, anche in ragione del fatto che esso sembra introdurre un'altra clausola generale da affiancarsi alla nozione di contratto di garanzia finanziaria. Il legislatore non ne ha tuttavia definito il contenuto che, pertanto, dovrà essere individuato dagli interpreti e, in primo luogo, dal giudice quando dovesse essere adito, sia dal creditore-beneficiario della

²⁰⁶ Nella giurisprudenza anglo-americana generalmente per "*undue hardship*", o, semplicemente, "*hardship*" si intende un'"ingiustificata difficoltà". «L'espressione indica spesso la difficoltà, la sproporzione, o eccessiva difficoltà che un certo rapporto giuridico o la clausola di un contratto o accordo comporta per una parte», si veda DE FRANCHIS, *Law dictionary*, Milano 1984..

²⁰⁷ In tal senso si veda SARDO, *op. cit.*, p. 623 e AMBROSOLI, *La sopravvenienza contrattuale*, Milano 2002, *passim*, sulle c.d. turbative contrattuali.

²⁰⁸ In merito si veda, per tutti, l'ampio e approfondito studio di TROIANO, *La «ragionevolezza» nel diritto dei contratti*, Padova 2005, *passim*.

garanzia che dal debitore-datore di garanzia, per una pretesa alterazione delle originarie condizioni economiche su cui poggiava il contratto di garanzia.

A tal riguardo, è agevole ritenere che il criterio debba integrarsi con le clausole generali già esistenti nel nostro ordinamento, e segnatamente nel sistema delle obbligazioni e dei contratti, quali ad esempio la buona fede in senso oggettivo e il criterio di meritevolezza di cui all'art. 1322, comma 2, c.c.

Specifici parametri di valutazione saranno, ciononostante, presto individuati dalla Banca d'Italia in virtù della previsione di cui al comma 1 dell'art. 8 del Decreto. Tali parametri, per di più, godranno di una presunzione di ragionevolezza. Si tratterà, ovviamente, di una presunzione *iuris tantum*, poiché essi dovranno comunque essere valutati “*case by case*” dall'autorità giudiziaria in considerazione della concreta ipotesi cui saranno applicati.

A tal riguardo, il comma 1 dispone che «detta ragionevolezza si presume nel caso in cui le clausole contrattuali concernenti le condizioni di realizzo, nonché i criteri di valutazione, siano conformi agli schemi contrattuali individuati dalla Banca d'Italia, d'intesa con la CONSOB, in relazione alle clausole di garanzia elaborate nell'ambito della prassi internazionale».

Quest'ultimo riferimento alla «prassi internazionale» deve sicuramente intendersi nel senso di una sostanziale conformità dei parametri di valutazione alla c.d. *lex mercatoria*²⁰⁹, sia con riguardo alla eventuali clausole pattizie di escussione della garanzia, sia con riguardo al criterio di ragionevolezza.

In ultima analisi, si può dunque affermare che il criterio di ragionevolezza sarà diretto anche ad operare una integrazione, e perfino un

²⁰⁹ Si vedano GALGANO, *Lex mercatoria*, Bologna, 2001; MARRELLA, *La nuova lex mercatoria - Principi Unidroit ed usi dei contratti del commercio internazionale*, in *Tratt. Galgano*, XXX, Padova 2003; GALGANO, *Lex mercatoria*, in *Enc. dir.*, agg. V, Milano 2001, p. 721; DELYF, *Lex mercatoria (new law merchant): globalization and international self-regulation*, in *D. comm. int.*, 2000, p. 555; MARRELLA, *Lex mercatoria e principi Unidroit - Per una ricostruzione sistematica del diritto del commercio internazionale*, in *Contratto e impr.*, 2000, p. 29; FRANZESE, *Contratto negozio e lex mercatoria tra autonomia ed eteronomia*, in *R. d. civ.*, 1997, I, p. 771.

adeguamento ad opera del giudice, delle previsioni pattizie eventualmente concordate dalle parti sulle modalità di escussione del pegno ai sensi dell'art. 4 del Decreto.

Capitolo Quarto

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE SULLA EVOLUZIONE DELL'ISTITUTO DEL PEGNO ALLA LUCE DELLE INNOVAZIONI INTRODOTTE DAL D. LGS. N. 170/04

Verrà ora dato rilievo alle ripercussioni del d. lgs. n. 170/04 sulla ricostruzione e sulla applicazione del pegno.

Il Decreto introduce una disciplina speciale per le garanzie finanziarie con uno specifico ambito di applicazione. In realtà, tale ambito, che riguarda sia il profilo soggettivo che oggettivo, si rivela così esteso che la normativa in parola si pone *de facto* come un regime generale delle garanzie finanziarie. È stato infatti rilevato nel corso dello scritto che ogni elaborazione dottrinale e giurisprudenziale, nonché tutti gli interventi normativi, che hanno riguardato – in particolare negli ultimi venti anni – la garanzia pignoratizia si riferivano, e continuano a riferirsi, solo a determinati settori del mercato.

Si è potuto chiaramente osservare che il pegno, con le modalità e nelle forme che oggi ha assunto, è concretamente utilizzato solo dai medesimi soggetti (quali, istituti di credito, enti istituzionali, soggetti c.d. finanziari ed enti collettivi che svolgano attività di impresa) che possono concludere «contratti di garanzia finanziari» secondo le previsioni del Decreto. Inoltre, gli unici beni che i richiamati operatori del mercato costituiscono in pegno sono perlopiù, se non esclusivamente, strumenti finanziari (specie se dematerializzati o decartolarizzati) e crediti risultanti da specifici conti o depositi: trattasi cioè di beni il cui valore è facilmente e velocemente determinabile e che quindi si prestano ad una rapida ed agile negoziazione nel c.d. mercato dei valori. Tali beni sostanzialmente coincidono con la nozione di «attività finanziaria» (*i.e.* «strumenti finanziari» e «denaro») fornita dal Decreto.

Per queste ragioni, la normativa contenuta nel Decreto, pur avendo un ambito di applicazione circoscritto, finisce di fatto comunque per assurgere al rango di disciplina “generale” delle garanzie finanziarie.

Siffatta affermazione verrà peraltro ulteriormente avvalorata se l'attuale testo della Proposta di modifica della Direttiva verrà approvato in via definitiva; tale Proposta, infatti, estende oltremodo (come evidenziato nei paragrafi 2, 3 e 3.1 del Capitolo Terzo) l'ambito oggettivo e soggettivo di applicazione della Direttiva.

A ciò si aggiunga che, all'esito dei vari riferimenti e rinvii utilizzati dal Decreto per individuare il proprio ambito di applicazione, lo stesso oggettivo «finanziario», con cui sono caratterizzate le definizioni sia di «contratti di garanzia finanziaria» che di «obbligazioni finanziarie», pare svuotato di ogni contenuto, in quanto le garanzie in questione ben potrebbero essere utilizzate anche al di fuori dei «mercati finanziari»²¹⁰. In realtà si tratterebbe, facendo riferimento anche al concreto ambito soggettivo di applicazione che il Decreto effettivamente assume, nonché a quello oggettivo, di garanzie non tanto «finanziarie», quanto piuttosto «bancarie»²¹¹ (avendo particolare riguardo ai soggetti “qualificati” che comunque devono rappresentare almeno una delle parti dei «contratti di garanzia finanziaria»).

È facile quindi convincersi che si dovrebbe più genericamente parlare di garanzie su «strumenti finanziari» e «contante» (tenendo conto che per «contante» si deve intendere un credito pecuniario accreditato su un conto o deposito).

Anche quest'ultimo rilievo sarà *a fortiori* da condividere qualora la Proposta di modifica della Direttiva dovesse essere approvata in via definitiva negli attuali termini, attesa la prevista estensione sia dell'ambito soggettivo di applicazione anche ai «consumatori», alle «microimprese» e alle «piccole imprese», sia dell'ambito oggettivo di applicazione anche ai «crediti» (secondo la definizione della quale si è trattato nel paragrafo 3.1 del Capitolo Secondo).

²¹⁰ In questo senso anche ANNUNZIATA, *op. ult. cit.*, p. 195, il quale, peraltro evidenzia come il termine «finanziario» sia vago e atecnico sotto un profilo giuridico e che quindi richiederebbe maggiori chiarimenti definitivi (al riguardo si rinvia ad ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato finanziario, cit.*, p. 1). In senso contrario, CARRIERE, *op. cit.*, p. 193.

²¹¹ In questo senso anche PROSPETTI, *op. cit.*, p. 383.

Quanto al pegno, qualora si continuasse ad osservarlo secondo una prospettiva “tradizionale” – ossia secondo una rigorosa e formalistica applicazione della disciplina codicistica –, esso manterrebbe una propria autonomia e indipendenza rispetto alla normativa sui contratti di garanzia finanziaria contenuta nel Decreto; al contrario, se osservato in una prospettiva “funzionale”, tenendo dunque conto delle «anomalie» che oramai connotano l’istituto nell’attuale prassi operativa, nella quale il pegno “tradizionale” è oramai divenuto una figura obsoleta e desueta ed il pegno continua ad essere largamente utilizzato unicamente da determinate categorie di operatori (ossia, principalmente, da istituti di credito nell’ambito di complesse operazioni di finanziamento con imprenditori o nei rapporti interbancari) e relativamente a specifici beni (ossia, strumenti finanziari e crediti), la disciplina codicistica del pegno non potrebbe che integrarsi con la normativa contenuta nel Decreto (che, come detto, è caratterizzata da un approccio funzionale), sì da delineare una più articolata e generale regolamentazione delle garanzie reali mobiliari idonea ad aggiornare e rielaborare la struttura e la ricostruzione giuridica del pegno stesso, in linea, appunto, con le istanze di adeguamento che provengono dalla prassi creditizia. Volendo essere ancora più attenti al dato pratico e operativo, piuttosto che a quello formale, l’istituto del pegno deve oggi considerarsi “vivente” unicamente secondo tale ultima impostazione e ricostruzione applicativa. Al contrario, il pegno c.d. tradizionale può considerarsi (come già osservato) oramai desueto.

Si deve inoltre notare che, sebbene le modalità con cui la Direttiva è stata recepita dal legislatore italiano non siano state da alcuni Autori apprezzate²¹², il Decreto stesso, includendo espressamente il «contratto di pegno» nella definizione di «contratto di garanzia finanziaria» di cui all’art. 1, comma 1, lett. *d*), ha di fatto sia confermato quanto dianzi considerato, sia fornito all’interprete e all’operatore chiare indicazioni circa il rapporto intercorrente tra la normativa prevista dal Decreto stesso e la disciplina codicistica del pegno: trattasi di discipline e principi che non potranno che integrarsi a vicenda, salvo i casi in cui la normativa speciale risulti

²¹² Così pare evincersi dal contributo di CARRIERE, *op. cit.*, *passim*.

derogativa di alcune previsioni codicistiche, in quanto, appunto, normativa speciale²¹³.

Si può dunque affermare che il pegno rappresenta una *species* del *genus* «contratto di garanzia finanziaria» (o, solamente, «contratto di garanzia», per le cose anzi dette in merito alla connotazione “finanziaria”).

Difatti, tale tecnica legislativa permette di affermare che la disciplina codicistica del pegno potrà e dovrà integrarsi con quella contenuta nel Decreto, nonché ritenersi applicabile in tanto ed in quanto non derogata dal Decreto stesso. Ciò posto, sembra corretto sostenere che l’inclusione del «contratto di pegno» nella categoria dei «contratti di garanzia finanziaria» legittimi in concreto il ricorso alla disciplina codicistica solo nei limiti di una integrazione delle lacune presenti nella normativa contenuta nel d. lgs. n. 170/04.

Si deve inoltre rammentare che il legislatore comunitario ha inteso introdurre con la Direttiva un regime «uniforme» dei contratti di garanzia finanziaria nei Paesi della UE, ossia un complesso di norme destinate ad operare a prescindere dall’appartenenza della garanzia del caso ad un “tipo” regolato dalla legge nazionale di questo o quello Stato membro.

Sulla base di quanto fin qui affermato, si può pertanto concludere che il Decreto reca una normativa di portata generale che si fonda su di una nozione trans-tipica di «contratto di garanzia (finanziaria)», il cui ambito di applicazione non è, cioè, limitato all’area definita dal “tipo”. Di talché, le regole in esso contenute potrebbero applicarsi per analogia anche a ipotesi (in particolare al pegno su beni non compresi nella definizione di «attività finanziaria») non espressamente previste dalla normativa speciale, ma che comunque coinvolgono i medesimi interessi, ora ritenuti meritevoli

²¹³ A conferma di quanto appena sostenuto e della condivisibile opera di recepimento effettuata dal legislatore italiano, si osservi che il pegno, inteso nella detta accezione pratico-applicativa (ossia quella che enfatizza il suo aspetto funzionale), non presenta alcun impedimento ad essere ricompreso nella più generica nozione di «*arrangement under which a collateral provider provides financial collateral by way of security in favour of, or to, a collateral taker, and where the full ownership of the financial collateral remains with the collateral provider when the security right is established*» fornita dalla Direttiva per definire i «*security financial collateral arrangement(s)*» [cfr. art. 2, paragrafo 1, lett. c)].

di tutela in quanto oggetto di regolamentazione normativa ad opera del Decreto.

Il Decreto, quindi, contiene una disciplina trasversale che si sovrappone a quella codicistica del pegno.

Qualora, invece, si ritenga (tesi qui non condivisa) che i «contratti di garanzia finanziaria» costituiscano un mero sotto-tipo, ossia una *species*, del contratto costitutivo del pegno (inteso come *genus*), allora le regole previste nel Decreto sarebbero certamente inapplicabili a tutte le ipotesi non espressamente previste dal Decreto in virtù del principio di specialità.

La posizione qui accolta dovrebbe trovare maggiore sostegno e fondamento alla luce dell'intenzione del legislatore comunitario, e di tutti gli organi comunitari coinvolti, di adottare la Proposta negli attuali termini.

La dimensione trans-tipica dei «contratti di garanzia (finanziari)» si lascia particolarmente apprezzare per i riflessi che indubbiamente potrebbe avere sugli aspetti applicativi del pegno.

Si allude in particolare alla «clausola di integrazione» della garanzia pignorizia. Si è infatti ampiamente trattato nel paragrafo 3.1 del Capitolo Secondo delle riserve e dei dubbi che questa pone sul piano sia applicativo, sia dell'inquadramento giuridico. Ciononostante, alla luce delle osservazioni e delle considerazioni proposte nel paragrafo 10 del Capitolo Terzo, si potrebbe affermare che tale clausola dovrebbe ora trovare definitiva e piena ammissibilità nell'ordinamento italiano anche al di fuori dell'ambito di applicazione del Decreto, in quanto volta a realizzare interessi meritevoli di tutela, purché vengano rispettati i limiti di cui all'art. 9, comma 2, lett. e), punto 1) del Decreto stesso, che ne giustificano l'ammissibilità nell'ordinamento giuridico italiano.

Se quindi la previsione e la relativa disciplina della «clausola di integrazione» trova la propria giustificazione in un interesse oramai meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico, una deroga alla *par condicio creditorum* conseguente alla previsione di una clausola di integrazione con retrodatazione degli effetti dell'integrazione stessa alla data della costituzione della garanzia originaria potrà essere ammessa – anche in ipotesi a rigore sottratte all'applicazione del Decreto – ogni qual volta vengano rispettate le condizioni di cui al richiamato punto 1) dell'art. 9 del

Decreto stesso (*i.e.* variazione dell'importo dell'obbligazione garantita dipesa da variazioni dei valori correnti di mercato ovvero variazione del valore della garanzia originariamente prestata).

In tal caso, tuttavia, tale clausola non potrà essere ricondotta entro lo schema del pegno rotativo (come già chiarito, per incompatibilità dei «valori di equivalenza» cui fare riferimento nel caso di patto di rotatività ovvero di clausola di integrazione), ma dovrà considerarsi come una ulteriore «anomalia» della garanzia pignorizia.

Non meno rilevanti sono le novità introdotte dal Decreto in merito all'assenza di ogni requisito formale per la costituzione della garanzia e l'efficacia della stessa (fermo restando quello della forma scritta *ad probationem*) e alle modalità di accertamento della «data certa» dell'atto costitutivo della garanzia finanziaria.

Inoltre, sempre con riguardo al pegno e alle altre forme di garanzia finanziaria con costituzione di garanzia reale, si deve sottolineare la portata innovatrice del Decreto in merito al «diritto di disposizione» e alla conseguente prestazione di una «garanzia equivalente». Tale previsione, infatti, abbandona ancor più la tradizionale funzione di “immobilizzazione” del bene costituito in pegno mediante lo spossessamento e il conseguente divieto di farne uso anche a vantaggio del *collateral taker* (il pegno rotativo, come ora strutturato e ammesso dalla giurisprudenza, attribuisce la facoltà di disporre e sostituire i beni oppignorati al solo *collateral provider*), al fine di perseguire sempre più l'esigenza di dinamicità del mercato per mezzo del riconoscimento al creditore della facoltà di fare uso del bene oggetto della garanzia, finanche di venderlo, sì da creare nuova ricchezza e di consentirne la circolazione.

Per ultimo, si deve anche rilevare la profonda deroga che il Decreto esplicitamente prevede con riguardo alla procedura codicistica dell'escussione del pegno, nell'ottica di una maggiore celerità ed efficienza nella realizzazione degli interessi del creditore pignorizio.

Si può fin d'ora prevedere che gli effetti della nuova disciplina saranno estremamente significativi, tali da ridisegnare i confini di alcuni istituti.

Oltre a quanto già osservato in merito agli aspetti applicativi di dubbia ammissibilità, basti osservare che prima dell'entrata in vigore del Decreto era pacifico che i contratti di garanzia reale costituissero nel nostro ordinamento un *numerus clausus*, per cui all'operatore italiano che intendesse garantire le obbligazioni assunte in una operazione finanziaria non restava che servirsi di essi o ricorrere a contratti atipici, assumendosi così i rischi legati alla meritevolezza e alla liceità della causa. Rischi che invece erano risparmiati all'operatore straniero, specie se anglo-americano o tedesco, che poteva (e tuttora può) contare su modelli contrattuali validi e assodati²¹⁴.

A seguito del Decreto, e segnatamente dell'ampia nozione di «contratto di garanzia finanziaria» che fa riferimento a «qualsiasi altro contratto di garanzia reale», sembra potersi affermare che il suddetto principio possa dirsi oramai superato, perlomeno nei limiti dettati dal Decreto stesso.

Lo studio delle garanzie mobiliari straniere, dunque, non si limiterà più a fornire spunti per un adeguamento – peraltro difficile – dei nostri modelli contrattuali tipici alle esigenze del mercato unico, ma sarà utile proprio al fine del recepimento, nella nostra prassi commerciale, dei contratti di garanzia utilizzati all'estero (previa applicazione del criterio di ragionevolezza di cui all'art. 8 del Decreto).

In ultimo, non può che darsi atto della sempre più chiara affermazione, a livello normativo, del «pegno anomalo» ovvero «senza spossessamento».

Come è stato osservato nel paragrafo 5 del Capitolo Terzo (nonché in tutti i casi di pegno su strumenti finanziari dematerializzati e decartolarizzati di cui al paragrafo 2.1 del Capitolo Secondo), infatti, il

²¹⁴ Si veda PIAZZA, *Garanzia (diritto civile)*, in *Enc. giur.*, XIV, Roma 1989, p. 5, il quale constata come il nostro ordinamento è riluttante a riconoscere all'autonomia contrattuale delle parti la possibilità di stipulare garanzie atipiche, mentre altri paesi, come la Germania, sono più elastici ed abbiano accolto l'inventiva della prassi commerciale. A tal proposito, si vedano anche VENEZIANO, *Le garanzie mobiliari non possessorie, profili di diritto comparato e di diritto del commercio internazionale*, Milano 2000, p. 3; ID, *La garanzia sull'intero patrimonio dell'imprenditore della nuova legge bancaria italiana al confronto con i modelli stranieri: una riforma a metà?*, in *D. comm. int.*, 1996, p. 921; CANDIAN, *Le garanzie mobiliari. Modelli e problemi nella prospettiva europea*, Milano 2001, p. 19; PANZANI, *Pegno rotativo e pegno su strumenti finanziari*, cit., p. 943.

requisito della *traditio*, richiesto ai fini della costituzione del pegno, sembra possa essere legittimamente sostituito da strumenti alternativi, quali le registrazioni su conti, che mirano piuttosto ad assicurare la c.d. tracciabilità dei beni oggetto di garanzia ed il loro controllo anche senza apprensione materiale.

Alla luce di queste ultime osservazioni, si può dunque affermare con certezza che il Decreto risponde, in ultima istanza, all'esigenza di dinamicità dei mercati, nella misura in cui introduce una serie di misure destinate ad agevolare – con adeguate cautele – l'accesso al credito per le imprese. Il nuovo equilibrio determinato dal Decreto tra gli opposti interessi di tutela del credito e della circolazione della ricchezza (interesse ora più tutelato) deve ritenersi giustificato in ragione di particolari istanze provenienti dai più recenti sviluppi dei rapporti di credito oramai meritevoli di tutela da parte dell'ordinamento giuridico italiano, e non solo.

BIBLIOGRAFIA

- AIROLDI, *Pegno dei libretti di deposito bancario a portatore*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1978, II, p. 38
- AMBROSOLI, *La sopravvenienza contrattuale*, Milano 2002
- ANDRIOLI, *Della conservazione della garanzia*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1958, p. 50
- ANELLI, *L'alienazione in funzione di garanzia*, Milano 1996
- ANGELICI, *La legittimazione dell'azionista nel sistema Monte Titoli*, in *Riv. dir. civ.*, 1988, I, p. 254
- ANGELICI., *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Tratt. Colombo Portale*, II, t. 1, Torino 1991, p. 273
- ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino 2001
- ANNUNZIATA, *Verso una disciplina comune delle garanzie finanziarie – Dalla convenzione dell'Aja alla Collateral Directive (direttiva 2002/47/CE)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, p. 177
- ARTALE, *L'impresa bancaria. Le attività esercitabili*, in *Il governo delle banche: commento al Testo Unico Bancario e alla normativa collegata*, Torino 2006
- ASQUINI, *Titoli di credito*, Padova 1966
- BADINI GONFALONIERI, *Pegno irregolare e accrediti di terzi su c/c bancario*, in *Fallimento*, 2005, p. 2
- BAGGIO, REBECCA, *Il pegno di strumenti finanziari, di azioni e di quote*, Milano 2005
- BARBIERA, *Autonomia privata e garanzie reali: un rapporto difficile, sclerotizzato, da chiusure specialistiche e da dogmi tradizionali*

- passivamente accettati; in Atti del con grasso dei civilisti italiani, Venezia 23 – 26 giugno 1988, Padova 1991, p. 843*
- BARBIERA, *Garanzia del credito e autonomia privata*, Napoli 1971
- BARTOLOMEI, MASTROPAOLO E. M., *Le garanzie finanziarie*, in *Tratt. Rescigno-Gabrielli*, Torino 2006, V, t. 2, p. 1497
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *International convergence of capital measurement and capital standard. A revised framework*, Basel 2006
- BASSO, *Definizioni*, in *Comm. t.u. disp. intermed. fin.*, Milano 1998
- BESSONE, *I mercati mobiliari*, Milano 2002
- BIONDI, *I beni*, in *Tratt. Vassalli*², Torino 1956, p. 49
- BONFATTI, *Il contratto di pronti contro termine*, in *La banca e i nuovi contratti (nel quadro della 2° Direttiva CEE)*, Milano 1993, p. 73
- BORSI, *Brevi note sull'ammissibilità del pegno bancario «rotativo»*, in *R. d. comm.*, 1996, II, p. 151
- BRESCIA, MORRA, *Aspetti giuridici delle operazioni «pronti contro termine»*, in *R. d. comm.*, 1990, I, p. 781
- BRUNI, *La garanzia «fluttuante» nell'esperienza giuridica inglese e italiana*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1986, I, p. 708
- BRUNO, ROZZI, *La collateralizzazione degli strumenti finanziari derivati OTC («over the counter») in Italia*, in *Le società*, 2007, p. 1225
- BULLO, PAVASINI, RIZZIERI, SANDEI, *Il pegno nei rapporti commerciali*, Milano 2005
- BUSSANI, *Il modello italiano delle garanzie reali*, in *Contratto e impr.*, 1997, p. 179
- CALLEGARI, *Il pegno su titoli dematerializzati*, Milano 2004

- CALLEGARI, *Note in tema di dematerializzazione*, in *G. it.*, 2001, p. 86.
- CALLEGARI, voce *Cambiale finanziaria e certificati di investimento*, in *Dig. disc. priv. – sez. comm.*, Torino, (agg. 2000), p. 162
- CAMPOBASSO, *Definizioni*, in *Comm. Eurosim*, Milano 1997
- CAMPOBASSO, *Definizioni*, in *Comm. t.u.f.*, Torino 2002
- CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, III, *Contratti. Titoli di credito. Procedure concorsuali*², Torino 1998
- CANDIAN, *Garanzie finanziarie*, in *Enc. dir.*, Milano 2008, II, t. 2, p. 607
- CANDIAN, *Le garanzie mobiliari. Modelli e problemi nella prospettiva europea*, Milano 2001
- CAPALDO, *Natura, contenuto e profili problematici delle norme bancarie in materia di pegno*, in *Fallimento*, 2002, p. 953
- CARBONE, *Pegno irregolare: libretto al portatore offerto dal fideiussore a garanzia del debito altrui*, in *Corr. giur.*, 2008, p. 4
- CARBONETTI, *Dai “valori mobiliari” agli “strumenti finanziari”*, in *Riv. soc.*, 1996, p. 1110
- CARNEVALI, voce *Patto commissorio*, in *Enc. dir.*, XXXII, Milano 1982, p. 499
- CARRIERE, *La nuova disciplina dei contratti di garanzia finanziaria*, in *D. prat. soc.*, 2004, p. 37
- CARRIERE, *La nuova normativa sui contratti di garanzia finanziaria. Analisi critica*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, t. 2, p. 184
- CAVALLI, *Problemi attuali in materia di pegno bancario*, in *Impresa*, 1992, p. 803
- CERA, *Le società d’intermediazione mobiliare*, in *Tratt. Colombo-Portale*, X, t. 2, Torino 1993, p. 15

- CHINÉ, voce *Pegno*, II) *Pegno Rotativo*, in *Enc. giur.*, Roma 2006, p. 6
- CIAN, *Titoli dematerializzati e circolazione «cartolare»*, Milano 2001
- CICCARELLO, voce *Pegno*, in *Enc. dir.*, XXXII, Milano 1982, p. 695
- CIPRIANI, *Patto commissorio e patto marciano – Proporzionalità e legittimità delle garanzie*, Napoli 2000
- CLAPS, *Del c.d. pegno irregolare*, in *Arch. giur.*, 1896
- COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Tratt. Cottino*, VIII, Padova 2004
- COSTI, *Il mercato mobiliare*², Torino 2000
- D'ANGELO, *Contratto e operazione economica*, Torino 1992
- DALMARTELLO, voce “*Pegno irregolare*”, in *Nov. D.*, XII, Torino 1965, p. 798
- DE BIASI, *Un nuovo Master Agreement per strumenti finanziari sofisticati*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, p. 644
- DE FRANCHIS, *Law dictionary*, Milano 1984
- DE MARTINI, *Sulla natura giuridica del deposito cauzionale*, in *G. it.*, 1947, II, p. 325
- DE VECCHIS, MASTROPAOLO E. M., MASTROPAOLO F., *I contratti di garanzia*, in *Tratt. Rescigno-Gabrielli*, Torino 2006, V, t. II, p. 1347
- DELL'ANNA MISURALE, *Profili evolutivi della disciplina del pegno*, Napoli 2004
- DELYF, *Lex mercatoria (new law merchant): globalization and international self-regulation*, in *D. comm. int.*, 2000, p. 555
- DESIDERIO, *L'attività bancaria (fattispecie ed evoluzioni)*, Milano 2004
- DORIA DI BENEDETTO, STECCONI, *Contratti a termine*, in *Il Testo unico dell'intermediazione finanziaria*, Milano 1998, p. 1109

- FAUCEGLIA, *Pronti contro termine*, in *Enc. dir.*, agg. V, p. 864
- FAUGEGLIA, *Il pegno di libretti di deposito nella giurisprudenza: i profili della garanzia e la rilevanza dell'escussione in sede fallimentare*, in *D. fall.*, 1999, I, p. 727
- FERRARINI, GIUDICI, *Le garanzie su strumenti finanziari nel diritto comunitario: orientamenti e prospettive*, in *Fallimento*, 2002, p. 999
- FERRARIO, *La cessione dei beni ai creditori: un mandato in rem propriam con funzione di garanzia o di liquidazione*, in *R. trim. d. proc. civ.*, 2001, p. 321
- FOSCHINI, *Pegni anomali e revocatoria fallimentare*, in *D. fall.*, 1999, I, p. 1208
- FRANZESE, *Contratto negozio e lex mercatoria tra autonomia ed eteronomia*, in *R. d. civ.*, 1997, I, p. 771
- GABRIELLI, *Autonomia privata e diritto comune europeo delle garanzie mobiliari*, in *R. crit. d. priv.*, 1995, p. 643
- GABRIELLI, *Contratti di garanzia finanziaria*, in *Dig. disc. priv. – sez. civ.*, Torino (agg. 2007), III, t. 1, p. 300
- GABRIELLI, *Contratti di garanzia finanziaria, stabilità del mercato e procedure concorsuali*, in *R. d. priv.*, 2005, 3, p. 508
- GABRIELLI, *Contratto, mercato e procedure concorsuali*, Torino 2006
- GABRIELLI, *Il contratto e le sue classificazioni*, in *R. d. civ.* p. 1997, I, p. 719
- GABRIELLI, *Il pegno «anomalo»*, Padova 1990
- GABRIELLI, *Il pegno*, in *Tratt. Sacco*, V, Torino 2005
- GABRIELLI, MAIMERI, *Contratti bancari*, Torino 2002
- GABRIELLI, *Pinocchio*, il “Grillo parlante” e il problema del pegno rotativo: spiegazione... a richiesta (fra il serio e il faceto), in *Riv. not.*, 2002, p. 547

- GABRIELLI, *Rotatività della garanzia*, in *Dig. disc. priv. – sez. civ.*⁴, XVIII, Torino 1998, p. 102
- GABRIELLI, *Spossessamento e funzione di garanzia nella teoria delle garanzie reali*, in *Fallimento*, 2002, p. 933
- GABRIELLI, *Sulle garanzie rotative*, Napoli 1998
- GAGLIARDI, *I contratti di garanzia finanziaria*, in *Diritto & Formazione*, 2005, n. 8
- GALANTI, *garanzia non possessoria e controllo delle crisi di impresa: la floating charge e l'administrative receivership*, in *Quaderni di ricerca giuridica*, Banca d'Italia, 2000, n. 51
- GALANTI, *L'azienda come garanzia: la floating charge inglese*, in *Fallimento*, 2002, p. 979
- GALGANO, *Lex mercatoria*, Bologna, 2001
- GALGANO, *Lex mercatoria*, in *Enc. dir.*, agg. V, Milano 2001, p. 721
- GANDINI, *Partecipazioni a fondi comuni di investimento e certificato «cumulativo»*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, I, p. 477.
- GARDELLA, *La legge applicabile alle garanzie finanziarie tra localizzazione e autonomia privata: una prima ricognizione dopo l'attuazione della direttiva 2002/47/CE*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2005, p. 585
- GARDELLA, *Le garanzie finanziarie nel diritto internazionale privato*, Milano 2007
- GATTI, *Il credito su pegno*, Milano 2002
- GAZZONI, *Il vestito dell'imperatore (replica ossessiva sul pegno rotativo)*, in *R. not.*, 2002, I, p. 563
- GAZZONI, *Qualche dubbio sul pegno rotativo (in attesa di spiegazioni...)*, in *R. not.*, 2000, p. 1464

- GINEVRA, *Le garanzie contrattuali atipiche sui crediti dell'impresa*, in *R. d. priv.*, 2001, 2, p. 237
- GIORGIANI, TARDIVO, *Diritto bancario. Banche contratti e titoli bancari*, Milano 2006
- GOGGIOLI, RIDI, *La legge comunitaria 2002: tutela del consumatore (art. 6), OICVM (art. 22) e contratti di garanzia finanziaria (art. 31)*, in *Nuove l. civ. comm.*, 2003, p. 493
- GORLA, ZANELLI, *Del pegno. Delle ipoteche*⁴, in *Comm. Scialoja-Branca*, artt. 2784 – 2899, Bologna 1992, p. 289
- GRISI, *Il deposito in funzione di garanzia*, Milano 1999
- GROSSI, *La direttiva 2002/47/CE sui contratti di garanzia finanziaria*, in *Europ. e d. priv.*, 2004, t. 1, p. 249
- GUALANDI, *Il Monte Titoli. Le operazioni*, Milano 1983
- GUALANDI, *Nota di commento a l. 19 giugno 1986, n° 289 – Disposizioni relative all'amministrazione accentrata dei valori mobiliari attraverso la Monte Titoli S.p.A.*, in *Giur. comm.*, 1986, I, p. 815
- GUCCIONE, *I contratti di garanzia finanziaria*, Milano 2008
- IUDICA, ZATTI, *Linguaggio e regole del diritto privato*⁵, Padova 2004
- LEMBO, *Gli accordi di close-out netting*, in *D. fall.*, 2001, p. 1322
- LENER, *Commento all'art. 3 legge n. 77/1983*, in *Leggi civ. comm.*, 1984, p. 413
- LENER, *La «dematerializzazione» dei titoli azionari e il sistema Monte Titoli*, Milano 1989
- LENER, *Pegno di titoli dematerializzati e di titoli in gestione patrimoniale: nuove indicazioni della giurisprudenza*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1998, II, p. 587

- LENER, *Strumenti finanziari e servizi di investimento*, in *La riforma dei mercati finanziari*, Roma 1998
- LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano 1998
- LOGORATOLO, *Mandato in rem propriam all'incasso e revocatoria fallimentare*, in *D. fall.*, 2003, I, p. 1043
- LOIACONO, CALVI, BERTANI, *Atti del Convegno "La nuova disciplina dei contratti di garanzia finanziaria"*, Milano 25 e 26 novembre 2004
- MACARIO, *Contratti di garanzia finanziaria nella direttiva 2002/47/CE*, in *Scienza e insegnamento del diritto privato*, Milano 2004, p. 859
- MACARIO, *Contratti di garanzia finanziaria nella direttiva 2002/47/CE*, in *Contratti*, 2003, fasc. 1, p. 85
- MACARIO, *I contratti di garanzia finanziaria*, in *Scambi su merci e derivati su commodities. Quali prospettive?*, Milano 2006, p. 735
- MAGNANO, *Le forme alternative di garanzie reali: la floating charge e il pegno rotativo*, in *R. giur. energia elettrica*, 2003, I, p. 413
- MAGNI, *Il pegno omnibus e il pegno fluttuante o rotativo*, Torino 2000
- MAIMERI, *Trust e pegno*, in *Trust e attività fiduciarie*, 2003, p. 43
- MARANDOLA, *Il diritto di prestito nella legislazione italiana ed europea*, Milano 2004
- MARANO, *Pegno bancario e fallimento*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2000, I, p. 136
- MARINO, *La disciplina delle garanzie finanziarie. Profili innovativi*, Napoli 2006
- MARINO, *Recepimento dell direttiva 2002/47/CE sui contratti di garanzia finanziaria. Le innovazioni nel diritto delle garanzie*, in *Rass. d. civ.*, 2005, p. 1184

- MARRELLA, *La nuova lex mercatoria - Principi Unidroit ed usi dei contratti del commercio internazionale*, in Tratt. Galgano, XXX, Padova 2003
- MARRELLA, *Lex mercatoria e principi Unidroit - Per una ricostruzione sistematica del diritto del commercio internazionale*, in Contratto e impr., 2000, p. 29
- MASTROPAOLO E. M., *La nuova normativa europea sui contratti di garanzia finanziaria*, in Riv. d. comm., 2003, p. 519
- MASTROPAOLO F., *Deposito di titoli a custodia o in amministrazione*, in Dig. disc. priv. – sez. comm., IV, Torino 1989, p. 263
- MAZZINI, *Ridotte le formalità di costituzione e utilizzo resta solo l'obbligo della forma scritta*, in Guida normativa, Il Sole-24 Ore, martedì 10 agosto 2004, p. 19
- MESSINETTI, *Le strutture formali della garanzia reale*, in R. crit. d. priv., 1991, p. 800
- MINERVINI, *Note sul contratto di deposito nel sistema Monte Titoli*, in Dir. bancario, 1990, I, p. 272
- MINNITI, *Patto marciano e irragionevolezza del disporre in funzione di garanzia*, in R. d. comm., 1997, I, p. 29
- MORO, *Pegno irregolare e conto corrente bancario*, in G. comm., 1994, I, p. 2026
- NATOLI, *I contratti di garanzia finanziaria: normativa di settore o normativa di sistema?*, in Scritti in onore di Marco Comporti, Milano 2008, p. 1887
- NICOLÒ, *Deposito cauzionale e titoli di credito: effetto traslativo*, in Riv. dir. civ., 1939, p. 374
- OPPO, *Una svolta dei titoli di massa (il progetto Monte Titoli)*, in Riv. dir. civ., 1986, I, p. 20
- PALAMMO, *Pegno irregolare e fallimento*, in D. Fall., 2004, I, p. 383

- PANZANI, *Pegno irregolare di saldo di c/c e data certa dell'atto*, in *Fallimento*, 1997, p. 265
- PANZANI, *Pegno rotativo e pegno su strumenti finanziari*, in *Fallimento*, 2002
- PANZANI, *Pegno rotativo ed opponibilità della prelazione*, in *Fallimento*, 1999, p. 268
- PARTESOTTI, *Lezioni sui titoli di credito*⁴, Bologna 1997
- PAVONE LA ROSA, *La gestione accentrata di valori mobiliari: sua incidenza sulla circolazione cartolare dei titoli*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1988, I, p. 302
- PERASSI, *Contratti a termine*, in *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova 1998, p. 1814
- PERNAZZA, *Il contratto di pronti contro termine*, in *Tratt. Rescigno-Gabrielli*, Torino 2004, II, p. 1045
- PERRONE, *Gli accordi di close-out netting*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1998, I, p. 51
- PIAZZA, *Garanzia (diritto civile)*, in *Enc. giur.*, XIV, Roma 1989, p. 5
- PIEPOLI, *Garanzie sulle merci e spossessamento*, Napoli 1980
- PISCITELLO, *Le garanzie flottanti*, Torino 1999
- PROSPETTI, *Eccesso e riduzione di garanzie nel pegno rotativo di strumenti finanziari*, in *D. banca e mer. fin.*, 2005, 3, p. 384
- QUARTAPELLE, *Divieto del patto commissorio, trasferimento della proprietà e del credito in garanzia sale and lease-back, patto Marciano*, in *Vita not.*, 19889, p. 246
- RAGAZZINI, *Vendita in garanzia con patto di riscatto – Patto commissorio – Patto marciano*, in *Riv. not.*, 1991, p. 133
- REALMONTE, *Il pegno*, in *Tratt. Rescigno*², XIX, Torino, 1997

- RESCIGNO M., *Il privilegio per i finanziamenti bancari a medio e lungo termine a favore delle imprese, con particolare riguardo alla rotatività del suo oggetto*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1999, LII, t. 5
- RESCIGNO M., *Le garanzie «rotative» convenzionali: fattispecie e problemi applicativi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, I, p. 1
- RESCIGNO P., *Consenso, accordo, convenzione, patto (la terminologia legislativa nella materia dei contratti)*, in *R. d. comm.*, 1988, I, p. 4
- RESCIGNO P., *Definizioni*, in *Comm. t.u. disp. intermed. fin.*, Padova 1998
- RITCHER, *Prime osservazioni su intermediazione finanziaria ed internet*, in *D. inf. informatica*, 2000, p. 439
- ROPPO, *La responsabilità patrimoniale del debitore*, in *Tratt. Rescigno*², XIX, Torino 1997, p. 556
- RUBINO, *La responsabilità patrimoniale, Il pegno*, in *Tratt. Vassalli*, Torino 1952, p. 228
- RUGGERO, *Osservazioni a App. Milano 2 febbraio 1993, in tema di azione revocatoria fallimentare contro pegno irregolare sul saldo del conto corrente*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1994, II, p. 422
- RUSCELLO, *Il pegno sul credito: costituzione e prelazione*, Napoli 1984
- SALAMONE, *La nozione di «strumento finanziario» tra unità e molteplicità*, in *R. dir. comm.*, 1998, I
- SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*³, Milano 2000
- SARDO, *La disciplina del contratto di garanzia finanziaria: appunti sul D. Lgs. 21 maggio 2004, n. 170*, in *Contratti*, 2005, fasc. 6, p. 620
- SARTORI, *I contratti di garanzia finanziaria nel d. lgs. 21 maggio 2004, n. 170: prime riflessioni*, in *R. d. banc.*, 2004, p. 3
- SASSI, *Garanzia del credito e tipologie commissorie*, Napoli 1999

- SCOGNAMIGLIO, *Interpretazione del contratto e interessi dei contraenti*, Padova 1992
- SESTA, *Le garanzie atipiche*, Padova 1988
- SODA, *Definizioni*, in *Comm. Disc. intermediari e merc. fin.*, Padova 1997
- TARZIA, *Cessione di credito, mandato in rem propriam e revocatoria fallimentare*, in *Fallimento*, 2003, p. 59
- TARZIA, *Le garanzie atipiche (e l'attuazione della direttiva europea sui contratti di garanzia finanziaria)*, in *Fallimento*, Milano 2005, 5, p. 486
- TARZIA, *Questioni in tema di compensazione, pegno e revocatoria nel fallimento*, in *Corr. giur.*, 1995, p. 847
- TORRENTE, SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*¹⁸, Milano 2007
- TRABUCCHI, *Istituzioni di diritto civile*⁴², Padova 2005
- TROIANO, *La «ragionevolezza» nel diritto dei contratti*, Padova 2005
- TUCCI, *Garanzie sui crediti dell'impresa e tutela dei finanziamenti. L'esperienza statunitense e italiana*, Milano 1974
- VENEZIANO, *La garanzia sull'intero patrimonio dell'imprenditore della nuova legge bancaria italiana al confronto con i modelli stranieri: una riforma a metà?*, in *D. comm. int.*, 1996, p. 921
- VENEZIANO, *Le garanzie mobiliari non possessorie, profili di diritto comparato e di diritto del commercio internazionale*, Milano 2000
- VISMARA, *Legge applicabile alle garanzie su strumenti finanziari in forma scritturale*, in *D. comm. int.*, 2005, 2, p. 345
- VITTORIA, voce "Pegno II) Pegno irregolare", in *Enc. giur. it.*, XXII, Milano 1990