

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

APRILE/GIUGNO

2018

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE SCIENTIFICA

FILIPPO SARTORI, STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO,
FILIPPO ANNUNZIATA, SIDO BONFATTI, FRANCESCO CAPRIGLIONE,
ALFONSO CASTIELLO D'ANTONIO, PAOLOEFISIO CORRIAS, FULVIO
CORTESE, MATTEO DE POLI, RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO
DOLMETTA, ALBERTO GALLARATI, UGO PATRONI GRIFFI, BRUNO
INZITARI, MARCO LAMANDINI, RAFFAELE LENER, PAOLA
LUCANTONI, ALBERTO LUPOI, DANIELE MAFFEIS, LUCA
MANDRIOLI, RAINER MASERA , ALESSANDRO MELCHIONDA,
ROBERTO NATOLI, ELISABETTA PIRAS, MADDALENA RABITTI,
GIUSEPPE SANTONI, MADDALENA SEMERARO, ANTONELLA
SCIARRONE ALIBRANDI, FRANCESCO TESAURO

DIREZIONE ESECUTIVA

ALBERTO GALLARATI, PAOLA LUCANTONI, LUCA MANDRIOLI,
ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, MADDALENA
SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

FRANCESCO ALBERTINI, FRANCESCO AUTELITANO, STEFANO DAPRÀ,
EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, MASSIMO MAZZOLA,
MANILA ORLANDO, CARLO MIGNONE, EDOARDO RULLI, STEFANIA
STANCA

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Titoli di credito e altri strumenti di finanziamento. Bozza per una voce.

SOMMARIO: 1. Forme e tecniche di finanziamento. – 2. I titoli di credito in generale. Origine e funzione. Incorporazione. - 3. La disciplina cartolare. Legittimazione e Legge di circolazione. Il ruolo del principio consensualistico. - 4. Segue. Titoli causali e astratti. Il regime delle eccezioni. – 5. La fattispecie. – 6. La dematerializzazione. – 7. Azioni e obbligazioni, cenni. Strumenti finanziari partecipativi. – 8. Titoli di debito.

1. In armonia con il significato del termine finanziare (dall'antico francese "fin": danaro, e latino "finare": esigere denaro), che rinvia al fenomeno dell'apporto di risorse economiche e del trasferimento di ricchezza¹, il finanziamento all'impresa ricomprende, in senso generico e ampio, ogni operazione di approvvigionamento dei mezzi attraverso i quali l'impresa svolge l'attività che le è propria. L'uso del danaro è presente in ogni momento dell'attività economica, a tal punto che può definirsi l'impresa come «funzione che riceve danaro come imput e restituisce poi, come output, a séguito di un processo di trasformazione, danaro»².

In difetto di precise definizioni normative e nell'impossibilità di individuare una categoria concettuale unitaria del finanziamento, in ragione delle molteplici opzioni definitorie e istanze metodologiche

1 A. Sciarrone Alibrandi, I bisogni finanziari dell'impresa, in Manuale di diritto commerciale, a cura di M. Cian, Napoli, 2016, p. 612; C. Brescia Morra, Finanziamento e partecipazione all'impresa, Napoli, 2008, p. 67

2 C. Angelici, Diritto commerciale, I, Bari, 2002, p. 127.

prospettabili (e prospettate)³, può definirsi attività di finanziamento⁴ quella rivolta al soddisfacimento di un bisogno di danaro dell'impresa, mediante ricorso a rapporti giuridici che consentano di effettuare uno spostamento di ricchezza da quei soggetti che ne hanno in eccesso (cd. soggetti in surplus) a soggetti che invece non ne hanno abbastanza per svolgere la loro attività economica (cd. soggetti in deficit)⁵.

3 C. Brescia Morra, o.l.u.c., la quale ripercorre i tratti della ricerca, compiuta in epoca più risalente, dell'elemento peculiare della nozione di finanziamento idoneo a individuare la relativa categoria nell'ambito degli altri contratti di credito: si tratterebbe di negozi caratterizzati da un vincolo di scopo della provvista secondo alcuni (M. Fragali, *Finanziamento*, in *Enc. dir.*, XVII, Milano, 1968, a.v.), ovvero volti all'acquisizione di una utilitas (R. Clarizia, *La causa del finanziamento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1982, I, p. 611; Id., *I contratti per il finanziamento dell'impresa*, Torino 2002, p. 6 ss.). Sennonché «l'esame puntuale delle disposizioni di diritto positivo mostra [invece] che, nell'ordinamento bancario recente, il legislatore attribuisce alla nozione di finanziamento un perimetro sostanzialmente coincidente con la nozione di credito. La finalizzazione dell'operazione creditizia non è elemento necessario della fattispecie e neppure la durata dell'operazione anche se, tendenzialmente, il legislatore utilizza la parola finanziamento quando si tratta di operazioni a medio e a lungo termine».

4 Nel solco di classiche quanto insuperate ricostruzioni: P. Ferro Luzzi, *Attività e prodotti finanziari*, in R. D'Apice (a cura di), *L'attuazione della MIFID*, Bologna, 2010, p. 18; Id., *Attività bancaria*, in *La nuova legge bancaria. Commentario*, a cura di P. Ferro Luzzi e G. Castaldi, I, Milano, 1996, p. 233, secondo il quale ogni operazione finanziaria inizia e finisce con il danaro secondo i seguenti schemi «danaro-tempo-danaro, cioè in principio operazioni creditizie; b) danaro-spazio-danaro, cioè in principio operazioni di trasferimento di danaro o operazioni di pagamento; c) danaro/danaro, cioè operazioni di cambio». Precisa P. Spada, *Diritto commerciale*, II, Elementi, Padova, 2009, p. 98, che «[o]gni qual volta si produce uno scarto sulla linea del tempo tra due prestazioni (dare, fare, lasciar fare) corrispettive o corrispondenti, chi dà, fa o lascia fare si fida che colui che profitta oggi del suo dare, fare o lasciar fare, a sua volta, farà, darà o lascerà fare domani a suo beneficio. Nello scarto sull'asse del tempo, tra due prestazioni corrispondenti o corrispettive consistono, per l'analisi giuridica, il credito o il finanziamento, nel senso economico del termine».

5 E sistema finanziario «un insieme integrato di strumenti, intermediari (o per meglio dire istituzioni) e mercati ove si generano rapporti di debito e credito che consentano il trasferimento di risorse»: A. Sciarrone Alibrandi, *I bisogni finanziari dell'impresa*, cit., p. 613: «secondo la rappresentazione che solitamente viene fornita dagli studiosi di economia dei mercati finanziari, nell'ambito del sistema economico è possibile individuare come utenti finali, da un lato, le imprese (evidentemente quelle che non svolgono in via principale le attività finanziarie – quali le banche, le assicurazioni e le imprese di investimento [...]) e il settore pubblico (entrambe

Si distingue classicamente in tale contesto, il cd. autofinanziamento, nel quale il danaro è frutto dell'apporto personale dell'imprenditore (nel caso di impresa individuale) o è frutto dei conferimenti dei soci che costituiscono il capitale sociale (che rappresenta il capitale di rischio, anche ai sensi e per gli effetti dell'operatività della responsabilità patrimoniale, ex art. 2740 ss. c.c.)⁶; dall'eterofinanziamento, nel quale invece l'imprenditore ricorre a fonti esterne mediante tecniche varie e strutturalmente diverse, talune puramente negoziali e tradizionali, talaltre più complesse e configuranti nuove operazioni economiche.

Il rapporto tra mezzi propri e mezzi altrui, tra capitale di rischio proprio e indebitamento esterno, può mutare in relazione a vari fattori, quali il settore merceologico o le contingenze di mercato od ancora in relazione a precise scelte strategiche (ove non tipologiche⁷) dell'imprenditore. Inoltre, la tradizionale distinzione tra auto ed eterofinanziamento, pur nella sua permanente vigenza, conserva una valenza per lo più indicativa o descrittiva: si è assistito infatti negli ultimi decenni ad una significativa evoluzione delle tecniche di finanziamento tale da compromettere il rigore della linea classica di demarcazione tra strumenti di partecipazione al capitale di rischio e di indebitamento esterno.

Il sistema finanziario dell'impresa ha infatti perso la sua tradizionale impostazione (risalente alla legge bancaria del 1936 e al codice civile del 1942):

a) di finanziamento prevalentemente bancario, caratterizzato a sua volta dalle tipiche operazioni di raccolta del risparmio-erogazione del credito ed affidato ai tipici strumenti negoziali di fornitura di danaro a medio-lungo termine (apertura di credito, anticipazione bancaria, sconto); e nelle società di capitali (considerate già nell'impostazione di

categorie tipicamente in deficit) e, dall'altro, le famiglie consumatrici (tipicamente soggetti in surplus)».

⁶ A questa categoria appartengono anche le operazioni sul capitale sociale, se i fondi provengono solo dai soci, se cioè l'aumento venga deliberato senza esclusione del diritto di opzione: G. Racugno, *Gli strumenti*, in *Manuale di diritto commerciale*, ideato da V. Bonocore, Napoli, 2016, p. 684 s.

⁷ C. Angelici, *Diritto commerciale*, I, cit., p. 127: «[è] innegabile, [...] il ruolo decisivo che nella caratterizzazione dei differenti modelli organizzativi di impresa svolgono le tecniche utilizzate per il suo finanziamento (si pensi soltanto al loro significato centrale per la forma organizzativa nell'attuale momento storico considerata la più evoluta, la società per azioni)».

codice del '42 forme di finanziamento dell'attività economica), affidato alla emissione di azioni/quote, da un lato, obbligazioni, dall'altro (peraltro solo per la spa e solo con limiti molto stringenti);

b) di finanziamento "a soggetto", il cui patrimonio resta classico, come si è detto, strumento rimediabile di garanzia e responsabilità patrimoniale ex art. 2740 c.c.

Il sistema si è mosso invece verso un modello caratterizzato nel senso a) della moltiplicazione delle fonti di approvvigionamento, con ricorso diretto da parte dell'impresa al mercato finanziario, e con ricorso al mercato bancario non soltanto mediante i tradizionali strumenti negoziali: con la riforma degli anni '80 (D.lg. 1 settembre 1993, n. 385, d'ora innanzi t.u.b.) l'opzione sistematica è stata quella della banca cd. universale, che opera cioè in tutti i settori dell'intermediazione, a breve, medio, e lungo termine, compresi i servizi di investimento⁸; b) del finanziamento «all'attività», alla specifica iniziativa economica del debitore, nel quale assume rilievo più che il patrimonio in senso statico, la gestione dello stesso e i risultati, sino alla previsione di forme di separazione patrimoniale di valori e risultati economici che operano in luogo della responsabilità universale, secondo modelli innovativi assunti dal contesto anglosassone: siffatti strumenti, di varia natura ed articolazione, sono caratterizzati da una particolare commistione tra strumenti partecipativi e strumenti di natura creditizia. Si pensi al project financing, ai finanziamenti destinati ad uno specifico affare, alla cartolarizzazione del credito, istituti tutti che hanno generato ampio dibattito anche con riferimento al loro inquadramento entro le griglie concettuali tradizionali, figlie della costruzione del diritto soggettivo, della centralità del soggetto e della necessaria imputazione ad esso di un patrimonio⁹.

⁸ C. Brescia Morra, *Finanziamento e partecipazione all'impresa*, cit., p. 54.

⁹ C. Brescia Morra, o.u.c., p. 18: «in questo dibattito è emersa la difficoltà di concepire un patrimonio non imputabile ad un soggetto nel nostro ordinamento, a differenza di quanto previsto nei paesi anglosassoni, dove da lungo tempo è conosciuto e utilizzato l'istituto del trust». Per ogni ulteriore approfondimento, anche con riguardo alle problematiche di responsabilità patrimoniali connesse alla esistenza nelle figure in esame di un «patrimonio senza soggetto», sia consentito rinviare a E. Migliaccio, *Parità di trattamento e concorso dei creditori*, Napoli, 2012, passim ma spec. p. 83 ss.

La stessa evoluzione ha investito il mondo delle società di capitali sfumando la distinzione, prima netta¹⁰, tra strumenti partecipativi al capitale di rischio (azioni e quote, munite di poteri di gestione), e strumenti di indebitamento (obbligazioni, che ne sono privi). L'art. 11 del t.u.b., prima, ha individuato accanto alle obbligazioni ma in regime di stretta tipicità, i certificati di investimento e le cambiali finanziarie quali strumenti di raccolta del risparmio tra il pubblico; la riforma del 2003, poi, mostrando particolare attenzione al finanziamento dell'impresa-società, ha rimodulato in senso vario ed ampio la categoria delle azioni (azioni cd. correlate, azioni riscattabili) e ha introdotto e disciplinato ulteriori strumenti finanziari cd. «partecipativi» (art. 2346 c.c.)¹¹, gli strumenti finanziari riservati ai dipendenti delle società (art. 2349 c.c.), i finanziamenti dei soci alla società (art. 2467 c.c.). Nello stesso contesto è stato reso più flessibile il limite per l'emissione di obbligazioni per le s.p.a. ed aperta alle s.r.l. la possibilità di accedere all'emissione di titoli di debito (art. 2483 c.c.), purché con ricorso ad investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale.

Per i limiti di cui si è detto, connessi alla esatta delimitazione della categoria degli strumenti, l'ambito tematico trattato in questa sede sarà ristretto a quelle specifiche tecniche di provvista finanziaria¹², tradizionali o innovative, che non si realizzino mediante partecipazione

10 Salva la introduzione, con la riforma del '74, delle azioni di risparmio: sulle quali v. per tutti P. Ferro Luzzi, *Le azioni di risparmio*, in *La riforma-stralcio della s.p.a. e la piccola riforma della Borsa valori*, Milano, 1975, p. 192 ss.; P. Spada, *Le azioni di risparmio*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, II, p. 585; M. Sciuto e P. Spada, *Il tipo della società per azioni*, in G.E. Colombo e G.B. Portale (a diretto da), *Trattato della società per azioni*, Torino, 2004, p. 58.

11 Difficilmente qualificabili in termini di azione o di obbligazione: essi non rappresentano una quota di partecipazione al capitale, sono privi di diritto di voto, ma conferiscono il diritto a partecipare all'organizzazione in funzione di controllo dell'attività (cfr. C. Brescia Morra, *Finanziamento e partecipazione all'impresa*, cit., p. 25 s.: con «[...] le nuove norme [...] in materia di strumenti finanziari che le società, in particolare le s.p.a., possono emettere [...] il diritto societario sancisce la scissione (o meglio la non necessaria coincidenza) fra partecipazione all'iniziativa economica e partecipazione alla società. Già nel modello della grande società per azioni con capitale frazionato fra il pubblico si era registrato il fenomeno della partecipazione alla società che non comportava, se non in maniera molto indiretta, la parte alla gestione dell'attività di impresa, ma rappresentava una forma di investimento»). V. ampiamente infra.

12 Così definite da P. Spada, *Diritto commerciale*, II, cit., 2009, p. 97.

al capitale di rischio¹³. Lasciati poi sullo sfondo i contratti tipicamente bancari che procurano o danno accesso a risorse pecuniarie¹⁴, i contratti non tipicamente bancari o parabancari, quali il leasing e il factoring, nonché le più complesse operazioni mutate dai mercati stranieri dirette ad erogare finanza all'attività di impresa ma senza dotare il soggetto di nuovo capitale di rischio (finanziamenti destinati ad uno specifico affare, project financing; cartolarizzazione) si tratterà specificamente della emissione di strumenti finanziari partecipativi e di titoli di debito: questi strumenti finanziari, progettati dagli stessi soggetti in deficit, possono essere direttamente acquistati dai soggetti in surplus nel mercato mobiliare, senza l'intervento o con l'intervento di intermediari che prestano servizi di investimento, svolgendo un ruolo di mera assistenza nel collocamento dei titoli e nell'investimento da parte dei risparmiatori (intermediazione tenue), ovvero gestendo fondi dotati di autonomia patrimoniale dei quali i risparmiatori acquistano quote (fondi comuni di investimenti e fondi pensione)¹⁵.

Si tratteranno altresì, ed immediatamente, i titoli di credito quali documenti circolanti che rispondono ad un bisogno di finanziamento che è stato dapprincipio proprio dei mercanti¹⁶: essi documentano

13 C. Brescia Morra, o.c., p. 90 s.: tratti salienti della figura del finanziamento, nella sua nuova connotazione tipologica, sarebbero l'irrelevanza della restituzione dell'apporto; la rilevanza del controllo del finanziatore; la individuazione di nuove forme di garanzia rispetto alle tradizionali, reali o personali.

14 Mutuo, deposito, sconto, apertura di credito, anticipazione bancaria. Per questa classificazione v. C. Angelici, *Diritto commerciale*, I, cit., p. 137 ss.; G. Racugno, *Gli strumenti*, cit., p. 685; P. Spada, o.u.c., p. 98 s. il quale annovera anche, tra gli strumenti di procacciamento di risorse finanziarie, le clausole contrattuali che prevedano il pagamento anticipato del corrispettivo da parte della clientela di servizi o dei beni (rete autostradale o servizi telefonici o di editoria) o le clausole contrattuali che prevedono il pagamento differito di beni acquisiti dall'imprenditore.

15 A. Sciarrone Alibrandi, *I bisogni finanziari dell'impresa*, cit., p. 613: in tutti questi casi definiti di «scambio diretto autonomo e assistito» il rischio dell'investimento rimane a carico dei risparmiatori, rimanendo gli intermediari responsabili nei loro confronti solo per il caso in cui non abbiano adempiuto al contratto o abbiano violato le regole di settore o i principi di diligenza, correttezza buona fede nel rapporto intermediario-cliente.

16 P. Spada, *Diritto commerciale*, II, cit., p. 100: «ciò accade in quanto chi ha effettuato la prestazione e vanta un credito (corrispondente o corrispettivo) appropriatamente documentato conta su una maggiore probabilità di scambiare contro liquidità il suo credito, di trovare un acquirente (latu sensu) del suo credito».

infatti un credito corrispondente o corrispettivo ad una prestazione effettuata, e attraverso i due tipici vantaggi di cui si avvalgono, la esazione agevolata alla scadenza e la riduzione del rischio di eccezioni da parte del debitore, determinano una elevata probabilità di scambio contro liquidità, favorendo al contempo la «propensione a fare credito»¹⁷.

2. Fin dalla loro origine molto risalente, i titoli di credito svolgevano una funzione di mobilitazione della ricchezza¹⁸, realizzando lo scopo precipuo di rendere spedita e sicura la negoziazione di situazioni giuridiche diverse dalle situazioni reali e soddisfacendo così un bisogno emerso ed affermatosi principalmente nell'ambito degli scambi commerciali.

Peraltro, allorché la situazione giuridica attiva era rappresentata non da un credito ma da una partecipazione sociale, lo strumento svolgeva altresí la funzione di rappresentare e veicolare l'investimento di risorse finanziarie e di risparmio, tanto piú favorito in quanto connesso alla facilità del disinvestimento, quindi all'esistenza di un mercato finanziario con protezione dai rischi tipici dell'acquisto di beni mobili (difetto di titolarità, esistenza di vizi, etc.)¹⁹.

I titoli di credito, che possono infatti essere rappresentativi tanto di crediti, quanto di piú complesse partecipazioni, si iscrivono quindi nella

¹⁷ V. Ampiamente e diffusamente, P. Spada, o.u.c., p. 99.

¹⁸ F. Martorano, I titoli di credito, in *Manuale di diritto commerciale*, ideato da V. Buonocore, Napoli, 2017 p. 963; C. Angelici, *Diritto commerciale*, I, cit., p. 182. Sull'origine dei titoli di credito e del mercato dei valori mobiliari, v. ampiamente F. Galgano, *Titoli di credito*, in *Comm. cod. civ. Scialoja e Branca*, 3a ed., Bologna-Roma, 2010, p. I ss.

¹⁹ «Per comprendere l'importanza del fenomeno basta pensare alla genesi della società per azioni, agli albori dell'evo contemporaneo: nel XVI-XVII secolo, i nascenti scambi commerciali transoceanici richiedono il reperimento di risorse finanziarie ingenti, radunabili solo attraverso il ricorso al risparmio diffuso; chi investe il proprio denaro acquista una o piú unità di partecipazione all'affare (le azioni), che può poi facilmente cedere in un mercato (quasi coeva è la nascita delle borse valori), recuperando le risorse investite; chi intenda partecipare successivamente all'iniziativa trova a sua volta proprio nel mercato l'attesa opportunità di investimento»: così M. Cian, I titoli di credito cartacei ed elettronici, in *Manuale di diritto commerciale*, a cura di M. Cian, cit., p. 139.

teoria della circolazione dei beni²⁰ e nascono dal medesimo terreno culturale nel quale fu elaborata la regola del *cd. possesso vale titolo*, soddisfacendo di fatto i medesimi interessi.

Il sistema regolato dal diritto romano era invero rigidamente orientato alla tutela illimitata della situazione proprietaria, sí che l'acquisto di beni mobili risultava rischioso e dunque scoraggiato, con conseguente paralisi anche degli scambi commerciali: la disciplina vigente all'epoca era infatti congegnata nel senso della possibilità di esperimento dell'azione di rivendicazione da parte del proprietario nei confronti del terzo acquirente a non domino praticamente senza limiti. Si fa strada allora, con il progressivo sviluppo dei mercati di merci e delle derrate, l'esigenza di garantire la speditezza dei traffici e la sicurezza degli acquisti. Processo che - all'epoca delle codificazioni ottocentesche e per effetto della contaminazione del diritto romano con la legislazione germanica - culmina, con la elaborazione della regola dell'art. 1153 c.c.: in presenza di determinate condizioni (buona fede, possesso della res e titolo astrattamente idoneo) si fa salvo l'acquisto anche a non domino e si accorda prevalenza all'interesse dell'acquirente che, acquistando nella specie nelle fiere e nei mercati, non viene esposto al rischio dell'azione di rivendicazione. Si attenua così la supremazia della situazione proprietaria e la assolutezza del diritto soggettivo²¹.

20 P. Spada, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, Torino, 2012, p. 20; v. altresì R. Di Raimo, *Statuto dei beni e regole di circolazione*, in *Notariato*, 2009, p. 1351 che riguarda il rapporto tra la tradizionale partizione operata in sede di qualificazione dei beni, tra beni mobili e immobili, e a seguire, tra cose e rapporti relativi, e le relative regole di circolazione, alla luce della dematerializzazione della ricchezza finanziaria e della circolazione degli strumenti dematerializzati.

21 È il noto brocardo latino *nemo plus iuris in alium transferre potest quam ipse habet* del sistema romanistico che, nella misura in cui condizionava l'acquisto del diritto alla esistenza della titolarità, compiva una precisa opzione conservativa di tutela dell'alienante e soccombenza dell'acquirente. Con i correttivi dell'usucapione e delle res furtive: «[s]i pone così la premessa per una generale instabilità degli acquisti. Si favorisce il mantenimento della distribuzione della ricchezza e si scoraggia ogni dinamica redistributiva della stessa. La ragione storica di tale scelta [...] è da rinvenirsi, probabilmente nel ruolo limitato del commercio nel contesto ancora basato sulla proprietà fondiaria» (P. Spada, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, cit., p. 20). In senso opposto si muove invece il diritto germanico, che senza distinguere tra proprietà e possesso tutela la appartenenza legittima (*cd. saisine*) (purché non derivante da furto). Dalla combinazione e reciproca contaminazione fra

La regola di cui all'art. 1153 c.c. però resta circoscritta alla circolazione mobiliare: non esiste infatti disposizione analoga, oltre che nella circolazione immobiliare²², nella circolazione del credito²³, il cui trasferimento resterebbe affidato alla disciplina posta dagli artt. 1260 ss. e caratterizzata dalle seguenti regole:

a) intanto il diritto può essere acquistato dal cessionario in quanto il cedente ne sia effettivamente titolare e trasmigrerà con il medesimo contenuto e negli stessi limiti che caratterizzavano il diritto il capo a lui: per cui, se il cedente non era titolare – perché invalido o inesistente il titolo o già oggetto di altra precedente alienazione – l'acquisto non poteva dirsi perfezionato in capo al cessionario;

b) il cessionario ha l'onere di notificare al debitore ceduto (salvo che questi non abbia altrimenti accettato) la avvenuta cessione affinché possa vedersi riconosciuta la legittimazione a ricevere la prestazione in luogo del cedente (art. 1264 c.c.);

c) parallelamente, il debitore ceduto – che dalla cessione non potrà vedere peggiorata la sua situazione – potrà opporre al cessionario tutte le eccezioni che avrebbe potuto opporre al creditore originario-cedente. La notifica o l'accettazione valgono altresì a dirimere il conflitto tra più

le due esperienze nasce un sistema fondato sulla prevalenza dell'acquisto a non domino sulla proprietà se fondato sulla buona fede e sul titolo socialmente apprezzabile» (p. 23).

²² Nella quale la composizione del conflitto è generalmente in favore dell'alienante e la trascrizione, ex art. 2644 c.c., risolve soltanto il conflitto tra più acquirenti dello stesso dante causa in favore di chi ha per primo trascritto l'acquisto in proprio favore, regola corrispondente all'art. 1155 c.c.: P. Spada, o.u.c., p. 20.

²³ Peraltro a lungo refrattario al fenomeno della successione nella titolarità tanto che era ignoto al diritto romano che configurava questo caso come una causa di estinzione per novazione soggettiva. La ragione starebbe nella inesistenza di una situazione esteriore di disponibilità di fatto, per il credito, da cui inferire una presunzione di titolarità in cui riposerebbe l'affidamento dell'acquirente (A. Graziani, G. Minervini, U. Belviso, V. Santoro, Manuale di diritto commerciale, Padova, 2013, p. 641). In senso contrario P. Spada, Introduzione al diritto dei titoli di credito, cit., p. 30 ritiene che la spiegazione riposasse in una ragione storica, legata alla tardività dell'affermarsi della cessione del credito e alla difficoltà conseguente di affinare regole simili a quelle dei beni mobili.

cessionari del medesimo cedente: prevarrà la cessione notificata o accettata per prima (art. 1265 c.c.)²⁴.

In tale contesto e sistema di regole circolatorie si inseriscono i titoli di credito, artificio elaborato al fine di applicare alla circolazione dei crediti, situazioni relative e immateriali, le stesse regole predisposte per la circolazione dei beni mobili, situazioni assolute e reali: in questo senso può dirsi che il concetto di titolo di credito è un concetto riassuntivo di una disciplina, che «vale a richiamare la legge di circolazione delle cose mobili»²⁵. Con il medesimo effetto di accordare prevalenza alle ragioni dell'acquirente sulle ragioni del titolare e conseguentemente favorire la stabilità dell'acquisto; oltre che incentivare la circolazione dei beni nell'interesse superiore del mercato²⁶, dando accesso al mercato della cd. ricchezza cd. assente, per il tramite della vocazione del documento alla negoziazione²⁷.

Il meccanismo attraverso il quale ciò si è realizzato è fondato sulla cd. incorporazione, che esprime (in senso figurato, metaforico²⁸ o, si dice efficacemente, “metonimico”²⁹) una connessione forte, un collegamento peculiare tra il credito e il documento che lo rappresenta, tra la titolarità dell'uno e la proprietà dell'altro³⁰.

24 F. Martorano, I titoli di credito, cit., p. 963 ss.; A. Graziani, G. Minervini, U. Belviso, V. Santoro, Manuale di diritto commerciale, cit., p. 639 ss.; C. Angelici, Diritto commerciale, I, cit., p. 184.

25 F. Galgano, Titoli di credito, cit., p. 11; così già T. Ascarelli, da ultimo in Problemi giuridici, I, 1959, Milano, p. 185, il quale pone in evidenza come l'operazione compiuta sia stata analoga alla costruzione della persona giuridica e P. Spada, Introduzione al diritto dei titoli di credito, cit., p. 31.

26 La disciplina è improntata alla tutela di un interesse di ordine superiore, che è quello alla «ampia e rapida circolazione dei beni», privilegiando l'interesse di chi li immette professionalmente sul mercato: F. Galgano, o.u.c., p. 29.

27 Cioè di beni, servizi e danaro non presenti nel luogo degli scambi: «è lo stesso mercato delle merci e dei manufatti, mercato in cui circola ricchezza compresente allo scambio, a generare il bisogno di un mercato dei diritti che danno accesso a merci, manufatti, risorse – incluso il danaro non compresenti allo scambio (perché trovansi altrove), nello spazio e/o nel tempo); cioè, potrebbe dirsi, di un mercato di ricchezza assente (Chiomenti)» (P. Spada, o.u.c., p. 32).

28 F. Galgano, o.u.c., p. 10 e 58: «la materia è regolata come se il titolo di credito fosse una cosa mobile, suscettibile di acquisto a titolo originario», essendolo invece soltanto in senso figurato non potendosi «trasformare il come se in un è».

29 P. Spada, Introduzione al diritto dei titoli di credito, cit., p. 31.

30 A. Graziani, G. Minervini, U. Belviso, V. Santoro, Manuale di diritto commerciale, cit., p. 642; F. Martorano, I titoli di credito, cit., p. 964.

La portata dell'art. 1153 c.c. risulta così trasfusa nell'art. 1994 c.c. a tenore del quale «chi ha acquistato in buona fede il possesso di un titolo di credito, in conformità delle norme che ne disciplinano la circolazione, non è soggetto a rivendicazione»: il possessore di buona fede³¹ secondo la legge di circolazione e sulla base di un titolo astrattamente idoneo al trasferimento, acquista così la proprietà del titolo e la titolarità del diritto cartolare (ove occorra) a titolo originario, non dovendo preoccuparsi (per esempio nell'acquisto di una cambiale, ad es. o un'azione) della mancanza di titolarità in capo all'alienante, né dell'eventuale estinzione o modificazione del diritto in capo a lui prima del trasferimento³².

Con riferimento all'incorporazione ed all'apporto tra proprietà del titolo/titolarità del documento molto ampio è stato il dibattito. Secondo F. Carnelutti, *Teoria generale della circolazione*, Napoli, (rist.) 1981, p. 265, non può parlarsi di incorporazione in senso metaforico, né esiste il concetto di titolo di credito, ma si tratta di un fenomeno puramente processuale, di uno strumento volto al trasferimento dell'azione esecutiva; secondo G. Ferri, *Titoli di credito*, in *Tratt. dir. civ.* Vassalli, VI, 3, Torino, 1965, p. 14 ss., 22 ss., 75 ss., 114; Id., *La necessità del documento per l'esercizio del diritto cartolare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1964, I, 1, p. 1 ss.; Id., *La teoria "realista" dei titoli di credito*, ivi, 1972, I, p. 36 ss., la funzione propria del titolo si risolverebbe e si ridurrebbe nel trasferimento della legittimazione, non potendo mai attribuirsi, neppure a mezzo del disposto di cui all'art. 1994 c.c., la titolarità del diritto. In senso diametralmente opposto allo svilimento del concetto di incorporazione, si pone l'opinione di T. Ravà, *Il diritto di credito nella teoria dell'acquisto dei diritti*, Milano, 1936, p. 65 ss., che ha preteso di inserire il titolo nella teoria dei beni, alla stregua di un (nuovo) bene mobile negoziabile. Lo stesso W. Bigiavi, *Il trasferimento dei titoli di credito*, in *Riv. trim.*, 1959, p. 2, reputava che i titoli, tanto al portatore quanto all'ordine, dovessero essere considerate "cose" in senso giuridico.

³¹ Buona fede che secondo i principi generali non deve essere provata dall'accipiens ma è onere di chi agisca in rivendicazione dimostrarne la mancanza: da ultimo in giurisprudenza Cass. 3 agosto 2001, n. 10694, in *Giust. civ.*, 2002, I, p. 74 e prima ancora Cass., 5 luglio 1990, n. 7075, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1993, II, p. 163.

³² Anche se non esiste perfetta coincidenza tra il tenore dell'art. 1994 c.c. e quello dell'art. 1153 c.c. che contiene il riferimento al «titolo astrattamente idoneo», esso deve reputarsi cionondimeno necessario anche per il perfezionarsi della fattispecie dell'art. 1994 c.c. in quanto generalmente essenziale per il completamento dell'acquisto a non domino, anche del titolo di credito: F. Galgano, *Titoli di credito*, cit., p. 135; nonché P. Spada, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, cit., p. 58. I due illustri autori presentano comunque posizioni contrapposte quanto al ruolo da affidare nella circolazione del titolo al principio consensualistico: v. ampiamente infra § 3.

3. L'attuale sistema normativo offre dei titoli di credito una disciplina comune, trasfusa negli artt. 1992-2027 c.c., che si presenta come complesso organico di norme generalmente applicabili a tutte le tipologie, da integrarsi di volta in volta con le discipline specifiche di settore, che si ritiene non possano però derogare alle norme cardine che qualificano in senso forte l'intera categoria, ovverosia gli artt. 1992, 1993 e 1994 c.c.

Strettamente derivanti dalla incorporazione sono le due principali caratteristiche dei titoli di credito, comuni a tutti i documenti, la letteralità e l'astrattezza.

Ci si riferisce alla letteralità per indicare che il tenore letterale del documento segna i limiti entro i quali il possessore potrà esigere la prestazione dal debitore, il quale a sua volta è tenuto ad adempiere in conformità delle risultanze del titolo. Nell'ambito delle varie species di titoli di credito che appartengono al relativo genus, però, mentre alcuni sono dotati di una letteralità diretta (cd. titoli completi), contenendo il documento effettivamente tutti gli elementi che individuano il credito cartolare, quindi la pretesa esigibile (così, ad es. la cambiale); altri sono dotati di una letteralità indiretta (cd. titoli incompleti), rendendo necessario ai medesimi fini il rinvio ad altre fonti di integrazione del contenuto della chartula (soggetti a pubblicità legale o comunque di facile accessibilità) (così, ad. es., azioni e obbligazioni di società).

L'astrattezza indica invece l'indipendenza e l'indifferenza della posizione di ciascun portatore rispetto al portatore precedente: ciò in quanto l'acquisto del diritto cartolare (cioè del credito documentato) avviene non per cessione (quindi a titolo derivativo), ma per il tramite dell'acquisto della proprietà del documento, secondo le regole delle cose mobili: ai sensi dell'art. 1993, comma 2, c.c. il debitore non può opporre all'attuale portatore del titolo «le eccezioni fondate sui rapporti personali con i precedenti possessori» e, ai sensi dell'art. 1994 c.c., l'attuale possessore di buona fede è posto al riparo dall'eventuale azione di rivendica del proprietario³³.

33 A. Graziani, G. Minervini, U. Belviso, V. Santoro, *Manuale di diritto commerciale*, cit., p. 642; F. Martorano, *I titoli di credito*, cit., p. 964 s.; P. Spada, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, p. 33.

Spesso gli autori menzionano, accanto alla letteralità e, astrattezza, anche l'autonomia: si tratta comunque di termini ambigui, il cui uso promiscuo non è effettivamente esplicativo della complessità della realtà economica esistente: più

Letteralità e astrattezza, manifestazioni dell'incorporazione, emergono con maggiore o minore intensità in tutti gli aspetti della disciplina generale, i cui tratti salienti sono posti dagli artt. 1992 (Adempimento della prestazione), 1993 (Eccezioni opponibili) e 1994 (Effetti del possesso di buona fede).

La legittimazione cartolare, attiva e passiva, per cominciare, è posta dall'art. 1992 c.c.: essa attiene al momento della realizzazione e attuazione del credito cartolare (che rende cioè presente e concreta la ricchezza assente)³⁴ ed individua nel possessore del documento colui che ha diritto di esigere la prestazione, mediante presentazione dello stesso, purchè «legittimato nelle forme prescritte dalla legge»³⁵. Per parte sua il debitore che adempie nei confronti del possessore è liberato anche se questi risulti poi non essere il proprietario (quindi il titolare effettivo del credito), salvo che il debitore stesso versi al momento del pagamento in dolo o colpa grave, espressione comunemente intesa come conoscenza o conoscibilità sulla base della diligenza media e disponibilità o facilità di procurarsi prove certe e liquide, del difetto di titolarità in capo al possessore³⁶.

Se l'impossessamento e la esibizione avvengono in conformità della legge di circolazione, si ritiene che la legittimazione attiva tenga luogo

opportuno sarebbe, secondo P. Spada, Introduzione al diritto dei titoli di credito, cit., p. 89 ss., la distinzione tra titoli costitutivi (nei quali la circolazione è sufficiente ad attribuire al terzo possessore di buona fede la pretesa) e titoli non costitutivi (in cui la circolazione deve accompagnarsi ad altri fatti extra-cartolari per l'attribuzione della pretesa).

³⁴ P. Spada, o.u.c., p. 43.

³⁵ Secondo F. Galgano, Titoli di credito, cit., p. 119: «opera questa sequenza: 1) il conseguimento del possesso del titolo ne produce l'acquisto della proprietà a titolo originario e, dunque, indipendentemente dal fatto che ne fosse il proprietario [l'alienante]; 2) l'acquisto della proprietà del titolo comporta l'acquisto della titolarità del diritto in esso menzionato, e ne comporta l'acquisto a titolo originario, superando così in radice i principi della cessione dei crediti». La legittimazione è dunque la presunzione di proprietà del titolo fondata a sua volta sulla presunzione di buona fede del possessore. La ricostruzione della dinamica, efficace, può essere accolta nella misura in cui sia chiaro che l'a. aderisce alla tesi della proprietà del titolo e del credito per effetto del possesso, senza spazio residuo per il principio consensualistico, cui la disciplina farebbe eccezione: v. infra nota 47).

³⁶ A. Graziani, G. Minervini, U. Belviso, V. Santoro, Manuale di diritto commerciale, cit., p. 647; F. Martorano, I titoli di credito, cit., p. 966; M. Cian, I titoli di credito cartacei ed elettronici, cit., p. 147.

della titolarità, che si presume e che non dovrà essere provata dal possessore; l'adempimento libera il creditore anche se, infine, il possessore non coincida con il titolare del diritto di credito (salva la prova, si è detto, del dolo o della colpa grave)³⁷. Il possesso non conferisce quindi, di per se stesso, la proprietà del documento e la titolarità del diritto, ma determina una presunzione, peraltro relativa, di titolarità, che esonera il possessore dalla relativa prova ma fa salva la possibilità che il debitore fornisca la prova contraria (pur negli stretti limiti concessi dalla disciplina delle eccezioni personali esperibili)³⁸.

La legge di circolazione, a dispetto della pretesa unitarietà del fenomeno e generalità della disciplina, ricomprende invece tre diversi modelli che delineano altrettante categorie e classi di titoli di credito:

a) titoli al portatore (ad es. libretti bancari di risparmio emessi al portatore) nei quali il semplice possesso (che prescinde da qualunque riferimento nominativo) attribuisce la legittimazione ad esigere la prestazione: essi circolano attraverso la consegna³⁹ (art. 2003 c.c.) (cd. titoli a legittimazione reale);

³⁷ Secondo un meccanismo non dissimile da (e meno gravoso di) quello previsto dall'art. 1189 c.c., per il quale è liberatorio il pagamento effettuato in buona fede «a chi appare legittimato a riceverlo in base a circostanze univoche»: P. Spada, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, cit., p. 46. Dal raffronto con quest'ultima norma destinata alla risoluzione del medesimo problema emerge come «il possesso ad legitimationem intenda specificare quelle circostanze univoche, escludendo però la rilevanza che altre circostanze possano svolgere il medesimo ruolo» (C. Angelici, *Diritto commerciale*, I, cit., p. 188 s.). «Peraltro il pagamento nelle mani del legittimato cartolare è liberatorio anche se effettuato non in buona fede, purché senza dolo o colpa grave del debitore», rileva N. De Luca, *L'antifattispecie cartolare. Contributo allo studio dei titoli di credito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, p. 104.

³⁸ M. Cian, *I titoli di credito cartacei ed elettronici*, cit., p. 147.

³⁹ Ai sensi dell'art. 2004 c.c. i titoli al portare che legittimano al pagamento di una somma di danaro sono sottoposti a regime di stretta tipicità: la ragione riposa nell'esigenza di evitare che documenti circolanti di tal fatta possano muoversi come sostituti della moneta statale sul mercato, alterandone il fisiologico operare. «[S]i noti che può anche immaginarsi - ed è talora impiegata - una moneta avente corso convenzionale (come le fiches delle case da gioco o - da ultimo - le monete virtuali di facebook); questa moneta, tuttavia, essendo destituita di efficacia solutoria erga omnes (riservata alla moneta avente corso legale) è preordinata a quantificare, tra gli aderenti alla convenzione monetaria, un saldo sommando algebricamente danaro ("avente corso legale") dato e danaro dovuto, tramite, occorrendo, compensazione tra partite di dare e di avere» (P. Spada, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, cit., p. 50).

b) titoli all'ordine (ad es. assegni e cambiali), nei quali la legittimazione ad esigere la prestazione deriva dal possesso, accompagnato da una serie continua di girate (art. 2008 c.c.) che documentano sul titolo tutti i successivi impossessamenti che lo hanno riguardato (art. 2011 c.c.) (cd. titoli a legittimazione nominale). La girata è, infatti, una dichiarazione scritta sul titolo medesimo e sottoscritta dal possessore-girante il quale ordina al debitore cartolare di pagare ad un altro soggetto indicato nel giratario (secondo la formula "e per me pagare a..."). Il girante può anche omettere l'indicazione del giratario apponendo solo la sua sottoscrizione (cd. girata in bianco), con la conseguenza che il portatore potrà apporre lui stesso il proprio nome, o il nome del soggetto cui lo trasferisce successivamente, o apporre ancora una successiva girata, o infine consegnare semplicemente il documento, avviandolo così ad una circolazione al portatore⁴⁰;

c) i titoli nominativi (ad es. azioni e obbligazioni societarie), nei quali il possesso deve accompagnarsi ad una doppia annotazione, sul titolo stesso e su un registro tenuto dall'emittente il titolo: la coincidenza del possessore con la doppia serie di annotazioni consacra la legittimazione attiva a chiedere la prestazione. Parimenti, la circolazione del titolo esige la medesima doppia modificazione dell'intestatario, con indicazione dell'acquirente sul titolo e nel registro, secondo i) un sistema semplificato, che prevede l'utilizzo della girata (necessariamente piena)⁴¹, con richiesta di annotazione delle relative risultanze sul registro; ii) un sistema più strutturato, detto transfert, che si attua su iniziativa del traferente-possessore, il quale chieda all'emittente di intestare il titolo all'acquirente o di emettere un nuovo titolo a lui intestato; ovvero su iniziativa dell'acquirente, il quale,

⁴⁰ Non per questo però il titolo entra nella categoria dei titoli al portatore uscendo da quelli all'ordine: è sempre possibile il ripristino della circolazione documentata e deve comunque risultare almeno la legittimazione del girante in bianco. Il sistema «vale solo a rendere superflua la identificazione del presentatore, non ricorrendo la ratio costituita dalla verifica della coincidenza con il soggetto determinato che risulta legittimato dalle risultanze del documento, atteso che nella specie qualunque portatore è legittimato a pretendere la prestazione» F. Martorano, I titoli di credito, cit., p. 978.

⁴¹ Che, autenticata da un notaio o da un agente di cambio, surroga l'intestazione sul titolo ma non l'annotazione sul registro A. Graziani, G. Minervini, U. Belviso, V. Santoro, Manuale di diritto commerciale, cit., p. 646.

provando il proprio acquisto mediante atto pubblico o scrittura privata autenticata, esibisca il titolo chiedendone l'intestazione a sé⁴².

Per i titoli all'ordine e nominativi si parla comunemente di possesso qualificato.

A séguito della riforma del diritto societario (d.lg. 6/2003), pur nella persistere – almeno formale – vigenza del transfert, la legittimazione all'esercizio di ogni prerogativa “incorporata” nel titolo azionario (non solo partecipazione in assemblea e riscossione dei dividendi, ciò che era già possibile a séguito della l. n. 1740 del 1962, ma qualsivoglia altra, compreso il diritto di opzione, etc.) deriva dal solo possesso del titolo congiunto ad una serie continua di girate autentiche, fermo restando l'obbligo per la società di aggiornare il libro soci (art. 2355, comma 3, c.c.). La non necessità della doppia intestazione per l'esercizio dei diritti e la natura autentica delle girate, ha fatto reputare esistente una quarta regola di legittimazione e conseguente regime di circolazione⁴³.

La circolazione presuppone la creazione del titolo (redazione e sottoscrizione del documento a cura del debitore) e la emissione dello stesso, come passaggio dalla sfera di disponibilità dell'emittente-debitore al primo prenditore-creditore. Il trasferimento dal primo prenditore al successivo avvia la vicenda circolatoria del titolo.

La circolazione è regolare quando è volontaria ed attuata tramite la stipulazione di un valido contratto di rilascio (cui segue il contratto di trasmissione per i successivi prenditori): così si attribuisce la proprietà del titolo e la titolarità del credito (nonché il possesso del documento e la legittimazione); ovvero irregolare, quindi involontaria e mancante del contratto di rilascio, che attribuirà il solo possesso e la legittimazione cartolare. Si verifica in questo caso una scissione tra proprietà del titolo/titolarità del credito (che rimangono al vecchio possessore) e legittimazione cartolare, che si sana con l'intervento di un terzo di buona fede che acquistando il titolo in conformità della sua

⁴² L'acquisto a non domino sulla base del disposto dell'art. 1994 c.c. sarà piú facile per i titoli al portatore e piú difficile per quelli nominativi e all'ordine, potendo comunque verificarsi o quando si interrompe la regolarità dei successivi trasferimenti e dunque il dante causa girante, pur figurando giratario nel precedente trasferimento, avesse acquistato sulla base di un titolo invalido, oppure abbia sottratto il titolo e falsificato la girata: così M. Cian, I titoli di credito cartacei ed elettronici, cit., p. 145.

⁴³ P. Spada, Introduzione al diritto dei titoli di credito, cit., p. 53.

legge di circolazione e sulla base di un titolo astrattamente idoneo, ricongiungerà in capo a sé titolarità e legittimazione⁴⁴.

Risulta strettamente connesso al precedente il problema della cd. doppia alienazione, che verte sulla questione - di non poco momento - del ruolo da attribuire nel contesto dei titoli di credito al consenso traslativo di cui all'art. 1376 c.c., principio che regola in via generale nel nostro sistema circolatorio il trasferimento dei diritti e secondo il quale «la proprietà [...] si trasmette per effetto del consenso delle parti legittimamente manifestato. Fra le varie le ricostruzioni offerte in dottrina⁴⁵, legate ciascuna a differenti opzioni concettuali, la più convincente opera un ragionevole bilanciamento tra le esigenze sottese all'accoglimento del principio consensualistico e gli interessi tutelati dalla circolazione cartolare, attribuendo uno spazio di rilevanza all'art. 1376 c.c., per quanto residuo e condizionato. Nonostante l'incorporazione e la disciplina rigorosamente "reale" connessa alla sua

44 F. Martorano, I titoli di credito, cit., p. 967.

45 Secondo W. Bigiavi, Il trasferimento del credito, in Riv. trim., 1950, I, p. 1, il titolo quale bene mobile può essere acquistato a titolo originario e a titolo derivativo tramite l'operatività dell'art. 1376 c.c.: il consenso produce quindi l'effetto reale del trasferimento del documento e del diritto e il possesso non vale generalmente quale modo di acquisto della proprietà bensì della legittimazione all'esercizio del diritto. Diversamente opinando A. Asquini, Corso di diritto commerciale. Titoli di credito, Padova, 1966, 2a ed., p. 58, attribuisce al consenso una efficacia meramente obbligatoria: esso non produce il trasferimento del diritto ma l'obbligo per l'alienante alla consegna, momento nel quale si acquisterà la proprietà, ma afferma altresì che «la portata dell'art. 1993 è più generale, nel senso che l'autonomia del diritto cartolare a favore dell'acquirente del titolo costituisce un principio generale, qualunque sia il modo di acquisto della proprietà, anche derivativo». Nello stesso senso più di recente F. Martorano, Titoli di credito: titoli non dematerializzati, cit., p. 84. T. Ascarelli, Titolarità e costituzione del diritto cartolare, in Riv. dir. comm., 1932, I, p. 531, per parte sua, afferma che il possesso è condizione necessaria per l'acquisto a titolo originario, ma non è richiesto per un trasferimento a titolo derivativo: solo nel primo caso però si produrranno gli effetti di cui all'art. 1993 c.c. Si tratterebbe invece di un contratto reale ad avviso di L. Mengoni, La regola del «possesso vale titolo» nella circolazione del titolo di credito, in Banca borsa tit. cred., 1949, I, p. 12 e, più di recente, di F. Galgano, Titoli di credito, cit., p. 62, secondo il quale la circolazione dei titoli di credito rappresenta una deroga all'art. 1376 c.c. e una deviazione giustificata dall'esigenza di certezza che ne dominano la disciplina: «la proprietà del titolo si acquista [...] con la tradizione del possesso del titolo, a seconda di casi semplici e qualificati, ponendo così l'acquirente nella condizione di poter fruire dell'acquisto a titolo originario».

tecnica, il consenso traslativo conserva la sua funzione di trasferire la proprietà del documento (e la titolarità del credito), ma la priorità temporale dello scambio dei consensi potrà essere opposta solo ai successivi acquirenti che non sono entrati in possesso del documento o al successivo possessore di mala fede, oltre che allo stesso debitore, ma qualora sia escluso che il titolo sia ancora in circolazione.

Nelle altre ipotesi, prevarrà chi per primo abbia conseguito il possesso in buona fede, sulla base della disciplina integrata degli artt. 1155 e 1994 c.c.⁴⁶. Ove nessuno dei due abbia conseguito il possesso, potrà farsi ricorso al principio del *prior in tempore potior in iure*⁴⁷. Non manca chi reputa che dovrà applicarsi il principio generale per il quale il contratto non produce effetti rispetto a terzi (art. 1372, comma 2, c.c.), sí che nessuno degli acquirenti avrà azione nei confronti dell'altro e l'alienante dovrà scegliere nei confronti di chi adempiere⁴⁸.

La giurisprudenza pareva orientata per lo piú in questo secondo senso⁴⁹, accogliendo il principio della efficacia meramente obbligatoria del consenso: il contratto che ha ad oggetto il trasferimento dei titoli è un contratto obbligatorio e ad efficacia obbligatoria; esso si perfeziona con il consenso (e non è quindi un contratto reale) che non

46 Il dibattito circa l'applicabilità del principio consensualistico alla circolazione dei titoli di credito deriva dalla particolare matrice della attuale disciplina, costruita per astrazione dalla disciplina della cambiale per come disegnata, peraltro, nell'ordinamento tedesco che, non conoscendo il principio del consenso traslativo (appartenente alla legislazione napoleonica) utilizzava la distinzione tra *titulus* (ragione dell'acquisto, contratto) e *modus* (modalità dell'acquisto, atto traslativo produttivo dell'effetto): v. diffusamente P. Spada, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, cit., p. 53.

47 P. Spada, o.u.c., p. 64: «la quale funge, allora, da regola residuale che, pur avendo uno spazio operativo molto ristretto nell'ambito del diritto scritto (cfr. art. 1980 c.c. in materia di diritti personali di godimento) par rivendicare l'ascendenza di un principio di diritto naturale».

48 F. Galgano, *Titoli di credito*, cit., p. 143, per il quale l'inapplicabilità dell'art. 1380 c.c. deriva proprio della sua natura eccezionale rispetto al principio dell'art. 1372 c.c.

49 Il caso giudiziario che ha originato la disputa riguardava la alienazione di titoli azionari per atto scritto, ma senza la consegna dei documenti, da un soggetto ad un altro (A-B), e la successiva alienazione con passaggio del possesso dal primo ad altro acquirente (A-C), avvisato però della intercorsa compravendita (quindi in mala fede). Si tratta del *leading case* trattato da Trib. Milano, 19 maggio 1987, in *Società*, 1987, p. 945.

produce l'effetto reale del trasferimento della proprietà del documento (e del diritto in esso incorporato), facendo sorgere invece l'obbligo per l'alienante di immettere l'acquirente nel possesso qualificato del bene per fargli conseguire così la proprietà⁵⁰. Ma non sono mancate pronunce, più recenti, che in materia di certificati azionari hanno invece rivalutato l'efficacia immediatamente traslativa del consenso⁵¹.

4. Per altro verso, il rilascio e la trasmissione si iscrivono sempre nell'ambito di una operazione economica che presenta, quindi, una sua giustificazione causale e che designa il cd. rapporto fondamentale (ad es. compravendita di un bene il cui prezzo dilazionato viene pagato a mezzo di cambiali), che non assiste né sostiene i successivi trasferimenti, ma che continua a caratterizzare e qualificare il rapporto primigenio tra l'emittente (debitore) e il primo prenditore (creditore). Dal rapporto fondamentale origina il rapporto cartolare, scaturente dal rilascio del titolo: i due rapporti coincidono quindi solo in capo all'emittente e primo prenditore, ma divergono dal momento della trasmissione, allorché il rapporto cartolare circolerà indipendentemente da quello fondamentale⁵². Solo in questo senso – e non in altro – può

⁵⁰ Cfr. Cass. 28 aprile 1981, n. 2557, in *Giur. it.*, I, I, p. 564; Cass. 5 luglio 1990, n. 7075, in *Banca borsa tit. cred.*, p.1993, II, p. 163; Cass., 21 febbraio 1997, in *Mass. Foro It.*, 1997, n. 1599.

⁵¹ V. in questo senso Cass. 24 giugno 2008, in *Giust. civ.*, 2009, I, I, p. 151, e in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, II, p. 1 secondo la quale «[n]el trasferimento di titoli azionari, l'adempimento delle formalità prescritte dall'art. 2022, comma 1, c.c. (c.d. transfert) non costituisce condizione di perfezionamento dell'acquisto o di produzione dell'effetto reale traslativo della proprietà del titolo, ma attiene alla fase esecutiva, certificativa e pubblicitaria del trasferimento, incidendo soltanto sulla legittimazione del nuovo socio; quest'ultimo, peraltro, pur non potendo esercitare alcun diritto sino a quando non si sia provveduto alle predette formalità (salvo quello di partecipare alle assemblee con le modalità previste dall'art. 4 l. 29 dicembre 1962 n. 1745), è pur sempre titolare del diritto di proprietà sul titolo [...]». Nello senso fra i precedenti cfr. Cass., 5 settembre 1995 n. 9314, in *Giur. comm.*, 1997, II, p. 145, e *Trib. Milano*, 8 maggio 1989, in *Riv. not.*, 1989, p. 1216; *Trib. Milano* 19 maggio 1987, in questa *Rivista*, 1987, I, p. 1819.

⁵² In nessun caso potrà parlarsi di novazione a mezzo di rilascio del titolo, del precedente rapporto. In capo al debitore saranno individuabili invece due distinti rapporti, il rapporto fondamentale e quello cartolare, e affinché non si avveri il rischio che il debitore venga chiamato due volte all'adempimento, è previsto dall'art. 66 l.camb. che il primo prenditore non possa agire in base al rapporto fondamentale (cd. azione causale) se non offra la restituzione del titolo emesso. La norma deve ritenersi

parlarsi di astrattezza del titolo: l'adempimento della prestazione ad uno dei successivi possessori qualificati avrà infatti comunque una giustificazione, da rinvenirsi nei diversi rapporti di volta in volta intrattenuti dalle parti succedutesi nella trasmissione del documento⁵³.

In relazione al rapporto esistente fra il titolo di credito e il rapporto fondamentale sottostante i titoli si distinguono in causali, che fanno menzione nel contesto letterale del documento del rapporto fondamentale in virtù del quale sono stati emessi (titoli di debito pubblico, azioni e obbligazioni di società), o astratti, che non menzionano la causa che ha dato luogo alla sua amissione, apparendo del tutto neutri (cambiali e assegni, titoli rappresentativi di merci). Mentre i primi sono sottoposti ad uno stretto regime di letteralità (il possessore potrà richiedere la prestazione nei limiti indicati nel titolo ed il debitore può opporre solo le eccezioni fondate sul suo contesto letterale), nei secondi la prestazione dovrà essere eseguita e le eccezioni potranno essere sollevate anche nei limiti e secondo le condizioni che il rapporto fondamentale concorrerà a determinare (statuto della società e deliberazioni: si pensi ai possessori di azioni di nuova emissione a seguito dell'annullamento della delibera di aumento capitale sociale)⁵⁴. La letteralità incompleta o per relationem nulla toglie della funzione del titolo di attuare la circolazione cartolare, non già però del solo credito, in questo caso, ma dell'intera posizione contrattuale, operando la sostituzione di un soggetto ad un altro (con conseguente subentro nel complesso dei diritti e degli obblighi dell'originario sottoscrittore) con

applicabile per analogia: nonostante che si trovi in una legge cd. speciale essa è regola che esprime un principio generale del sistema, che è il divieto di abuso della situazione creditoria in danno del debitore, rappresentando così il tramite per l'applicazione dei corrispondenti principi costituzionali 2, 3, 24, 41, 42 cost. (per tutti P. Perlingieri, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo comunitario delle fonti*, Napoli, 2006, spec. p. 433 ss.; Id. e P. Femia, *Nozioni introduttive e principi fondamentali*, Napoli, 2004, passim).

⁵³ F. Martorano, *I titoli di credito*, cit., p. 966. È una astrattezza come risultato della sua negoziazione, funzionale cioè alle regole di circolazione non alla creazione di rapporti privi o privati della causa: C. Angelici, *Dritto commerciale*, I, cit., p. 196.

⁵⁴ F. Martorano, o.l.u.c.; A. Graziani, G. Minervini, U. Belviso, V. Santoro, *Manuale di diritto commerciale*, cit., p. 651.

modalità ed effetti diversi, nella specie, dalla disciplina degli art. 1406 c.c.⁵⁵

All'insegna della descritta relazione tra rapporto fondamentale e rapporto causale si spiega il regime delle eccezioni: sono eccezioni reali, desunte tassativamente⁵⁶ dall'art. 1993, comma 1, c.c., quelle opponibili a qualunque portatore del titolo, indipendentemente da precedenti rapporti con il debitore (e di questi con il primo prenditore) e dalla sua collocazione nella catena di circolazione del documento: si tratta dell'eccezione a) di forma (ad es. la mancata dicitura «cambiale» richiesta dalla legge cambiaria); b) o fondata sul contesto letterale del titolo (richiesta di importo superiore a quello indicato); c) di falsità della firma; d) di difetto di capacità (giuridica e non naturale); e) di difetto di rappresentanza; f) di mancanza delle condizioni necessarie per l'esercizio dell'azione (ad esempio prescrizione dell'azione).

Le eccezioni personali invece, descritte al secondo comma dell'art. 1993 c.c. in maniera più ampia, sono opponibili solo ad un determinato portatore e sono costituite a) dalle cd. eccezioni personali in senso stretto, che si risolvono essenzialmente nel difetto di titolarità, ovvero sia il difetto della qualità di proprietario del titolo in capo al possessore (la disposizione deve coordinarsi con il disposto dell'art. 1992, comma 2, c.c. che impedisce l'efficacia liberatoria al pagamento in presenza di prove liquide di mancanza di titolarità); b) da quelle «fondate sui rapporti personali», nelle quali devono dirsi ricomprese tutte le circostanze impeditive dell'adempimento richiesto, che attengano genericamente al rapporto, diverso da quello cartolare, tra debitore e un determinato prenditore o al rapporto fondamentale che giustifica l'obbligazione cartolare (ad esempio compensazione tra il credito del possessore e un controcredito del debitore)⁵⁷. Queste ultime

⁵⁵ F. Galgano, *Titoli di crediti*, cit., p. 130 s.: «il fatto che la circolazione del contratto non si attui secondo le norme sul trasferimento a titolo derivativo del contratto di cui all'art. 1406 e segg., bensì in forza dell'art. 1994, comporta questa conseguenza, che l'acquirente di azioni, che abbia in buona fede conseguito il possesso del titolo, lo acquista a titolo originario, ed è a tutti gli effetti azionista anche se ha acquistato il titolo a non domino».

⁵⁶ F. Martorano, *I titoli di credito*, cit., p. 968; A. Graziani, G. Minervini, U. Belviso, V. Santoro, *Manuale di diritto commerciale*, cit., p. 651.

⁵⁷ La giurisprudenza annovera il rapporto fondamentale tra i rapporti personali che non possono essere opposti ai possessori successivi (salvo l'acquisto intenzionalmente in danno): soluzione da preferire ad avviso di P. Spada, *Introduzione*

possono essere opposte anche ad un portatore diverso e successivo da quello parte del rapporto personale di cui si tratta, ove il possessore abbia agito, nell'acquistare il titolo, intenzionalmente a danno del debitore. È la cd. *exceptio doli*, generalmente ricondotta all'abuso del diritto⁵⁸.

Un'attenuazione del principio dell'incorporazione si registra nelle vicende che riguardano la materialità del documento, il suo smarrimento, la sottrazione o la distruzione, secondo un regime differenziato tra titoli al portatore, da un lato, nominativi e all'ordine dall'altro. La disciplina è frutto del contemperamento tra gli interessi del creditore-ex possessore all'adempimento della prestazione e del debitore a non vedersi esposto al rischio di un doppio pagamento, nonché di quello dell'eventuale terzo di buona fede cui il titolo sia pervenuto (dopo la sottrazione o lo smarrimento) e che abbia acquisito la legittimazione attiva.

Per i titoli al portatore, nel caso di distruzione, il possessore ha diritto di chiedere all'emittente, provata la distruzione, il rilascio di un duplicato o di un titolo equivalente. Diversa è la disciplina per l'ipotesi di smarrimento o sottrazione (ma anche della distruzione non comprovata): escluso il ricorso alla procedura di ammortamento, l'ex portatore potrà solo denunciare la circostanza al debitore, fornendogliene la prova, e chiedere la prestazione dimostrando di averne diritto (dimostrando cioè la sua qualità di titolare del credito che esige). Occorre attendere però il termine di prescrizione del titolo, entro il quale l'eventuale terzo possessore di buona fede, avendo così acquistato la piena legittimazione attiva potrà validamente esigere il pagamento che sarà liberatorio sino al limite del dolo o colpa grave di cui all'art. 1992 c.c.

al diritto dei titoli di credito, cit., p. 91, sul piano degli interessi tutelati (favorire la circolazione e l'esazione del diritto) ma non coerente con il sistema, che è fondato sul principio della necessaria causalità dei trasferimenti. Così facendo infatti si ammette, nel caso di inesistenza o invalidità del rapporto fondamentale (ad es. emissione di cambiale come prezzo per una compravendita nulla), la possibilità di trasferimenti astratti (adeguati invece con al sistema germanico fondato sul rapporto *titulus/modus*). Più coerente sarebbe stato invece affermare che il difetto del rapporto fondamentale si traduce, in quanto vizio di rilascio, in un difetto di titolarità dell'acquirente.

⁵⁸ F. Galgano, *Titoli di credito*, cit., p. 124 s., che vi fa rientrare ad esempio la girata di comodo, nella quale il possessore gira il titolo a persona compiacente per impedire ad esempio una eccezione di compensazione da parte del debitore.

Per i titoli nominativi e all'ordine invece, tanto nel caso di distruzione, che di smarrimento o di sottrazione si deve far ricorso alla particolare procedura di ammortamento⁵⁹, che si articola in due fasi. La prima, essenziale e senza contraddittore, è finalizzata a costituire nuovamente in capo all'ammortante (ex possessore) la legittimazione attiva e consiste in una denuncia al debitore dell'evento occorso⁶⁰ e, contestualmente, in un ricorso al Presidente del Tribunale del luogo in cui il titolo è pagabile per ottenere l'ammortamento del titolo. Previo accertamento sommario della verità delle circostanze addotte, sia quanto alla vicenda di spoglio o distruzione sia quanto alla esistenza della precedente qualità di possessore in capo al ricorrente, il procedimento giurisdizionale culmina nel decreto di ammortamento, da notificarsi al debitore, che produce l'effetto di togliere efficacia liberatoria, da quel momento, al pagamento nelle mani di un qualsivoglia presentatore. Il decreto deve essere altresì pubblicato nella Gazzetta Ufficiale, momento dal quale decorre il termine di 30 giorni per proporre opposizione da parte di un eventuale detentore del documento: in difetto di opposizione il decreto diviene definitivo, il titolo eventualmente circolante perde efficacia (art. 2016, comma 3, c.c.) e il ricorrente può esigere il pagamento dal debitore (impregiudicata restando però la questione circa la proprietà del documento e la titolarità del credito)⁶¹.

Qualora invece nel medesimo termine venga proposta opposizione, si apre la seconda fase, eventuale, che ha ad oggetto l'accertamento della proprietà del documento e della titolarità del credito in capo al

⁵⁹ Per la quale v. per tutti F. Briolini, Ammortamento, in N. Abriani (a cura di), *Diritto Commerciale, Dizionario del diritto privato promossi da Natalino Irti*, p. 11 ss.

⁶⁰ Che non impedisce né la circolazione del titolo né l'adempimento da parte del debitore nelle mani di chi presenti il titolo: ai sensi dell'art. 2016 c.c. «nonostante la denuncia, il pagamento fatto al detentore prima della notificazione del decreto [di ammortamento] libera il debitore». Cfr. altresì Cass. 19 luglio 1980, n. 4742.

⁶¹ Pertanto anche in difetto di opposizione il detentore-proprietario (terzo acquirente/possessore di buona fede) potrà agire contro l'ammortante che ha riscosso la prestazione per la restituzione di quanto gli spetta in qualità di titolare del diritto di credito o contro lo stesso debitore se abbia agito con dolo o colpa grave (F. Martorano, *I titoli di credito*, cit., p. 984; A. Graziani, G. Minervini, U. Belviso, V. Santoro, *Manuale di diritto commerciale*, cit., p. 653).

terzo detentore⁶² il quale dovrà provare la sua qualità di proprietario, ove occorra ai sensi dell'art. 1994 c.c.

5. La disciplina così descritta non indica, ma dà per presupposta, la fattispecie: essa non definisce infatti a monte i presupposti di fatto per la sua applicazione, né le caratteristiche che il documento deve avere per essere qualificato titolo di credito. Ciò che ha reso talora gravoso il compito dell'interprete, viepiù in quanto, da un lato, la normativa – con pretesa vocazione generale – è stata elaborata per astrazione dalla disciplina dei più diffusi modelli conosciuti alla prassi commerciale (ovverosia le cambiali) e, dall'altro, si sono affermate nel tempo nuove tipologie di titoli, anche in virtù dell'art. 2004 c.c. che a contrario consente la creazione e negoziazione di titoli cd. atipici⁶³.

La dottrina ha, per parte sua, in funzione vicaria, tentato di sciogliere quello che rappresenta, a tutt'oggi, «uno dei nodi irrisolti di questa materia»⁶⁴, orientandosi sino agli anni '70, tradizionalmente secondo due differenti approcci: a) il primo secondo il quale poteva essere definito titolo di credito quel documento così considerato da un fonte esterna di diritto obiettivo, che fosse esplicitamente la legge (per i titoli cd. tipici), ma anche la coscienza sociale, che tale lo percepisse⁶⁵; b) il secondo che affidava la medesima idoneità distintiva e qualificatoria alla volontà dell'emittente di destinare il documento alla circolazione⁶⁶.

⁶² La opposizione deve essere proposta con citazione e deve essere accompagnata dal deposito del titolo in cancelleria, per evitare che esso nelle more dell'accertamento sia oggetto di ulteriori trasferimenti (A. Graziani, G. Minervini, U. Belviso, V. Santoro, o.u.c., p. 651; F. Martorano, o.u.c., p. 968).

⁶³ Il relativo dibattito è sinteticamente ma efficacemente ricostruito da N. De Luca, *L'antifattispecie cartolare*, cit., p. 93 ss.

⁶⁴ M. Cian, *I titoli di credito cartacei ed elettronici*, cit., p. 142.

⁶⁵ Ed in questo senso già F. Carnelutti, *Teoria generale della circolazione*, cit., p. 265, T. Ascarelli, *Sul concetto di titolo di credito e sulla disciplina del titolo V*, Libro IV del nostro codice, in *Banca borsa tit. cred.*, 1954, I, p. 372; Id., *Ancora sul concetto di titolo di credito e sulla distinzione tra topologia della realtà e normativa*, *ivi*, 1956, I, p. 461.

⁶⁶ V. in particolare G. Ferri, *Titoli di credito*, cit., p. 8 ss.; Id., *Il concetto di titolo di credito*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1940, I, p. 10 ss.; nonché F. Martorano, *Titoli di credito: titoli non dematerializzati*, cit., p. 51 ss.

In epoca successiva uno snodo fondamentale della materia è stato rappresentato dalla lettura funzionale operata da chi ha intravisto nel titolo di credito uno «strumento del mercato», che consente di scambiare danaro presente, ricchezza attuale, con ricchezza assente⁶⁷: ogni qual volta quindi «un documento a destinatario variabile si collochi in un quadro socioeconomico in cui si ha un emittente in cerca di liquidità di fronte a un acquirente desideroso di impiegarla a condizione di poterla facilmente recuperare, al documento dovrà impiegarsi la disciplina cartolare»⁶⁸. Definizione che ha avuto il merito di sapere riportare a sistema i primi titoli atipici (gli strumenti finanziari negoziati da banche e intermediari sul mercato del credito e del risparmio) e che ha ispirato le più moderne definizioni dottrinali (talune di compromesso tra le ricostruzioni classiche): sono titoli di credito tutti i documenti che fanno ricorso al mercato ovvero tutti gli strumenti che contengono un impegno obbligatorio e sono destinati alla incorporazione⁶⁹; ovvero ancora quei documenti formati ed emessi per «realizzare un'operazione di finanziamento tra colui che è interessato a conseguire l'investimento e colui che è interessato a concederlo assicurandosene però una facile liquidabilità mediante la negoziazione del rapporto [purchè] percepito come [destinato alla circolazione] dalla comunità dei consociati»⁷⁰.

Si fanno rientrare, comunque, generalmente nella categoria:

I titoli di credito in senso stretto, che incorporano soltanto una situazione soggettiva creditoria e ricomprendono strumenti di credito

⁶⁷ F. Chiomenti, *Il titolo di credito, Fattispecie e disciplina*, Milano, 1977, p. 195.

⁶⁸ P. Spada, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, cit., p. 115, il quale più precisamente fa riferimento al concetto di «causa sufficiente» dell'incorporazione e della legittimazione, nel senso più tradizionale del significato ricavabile dall'art. 1322 c.c., come «esistenza di un contesto socialmente riconoscibile che giustifichi l'applicazione della disciplina cartolare»: «quando un documento-cosa presenti tutti gli elementi documentali minimi (enunciato, concepito in un codice simbolico istituzionale, di un evento giuridicamente rilevante a beneficio di destinatario indeterminato perché variabile) e si correli ad una situazione apprezzabile come causa sufficiente dell'incorporazione si può concludere per la applicabilità della disciplina dei titoli di credito». «Non può classificarsi, invece, tra i titoli di credito un documento che usi un codice simbolico convenzionale: questo infatti, intanto assolve una funzione rappresentativa in quanto autore e lettore abbiano stipulato quel dato codice».

⁶⁹ A. Graziani, G. Minervini, U. Belviso, V. Santoro, *Manuale di diritto commerciale*, cit., p. 656 s.

⁷⁰ In questo senso M. Cian, *I titoli di credito cartacei ed elettronici*, cit., p. 143.

(cambiale, disciplinata dalla legge speciale r.d. n. 1669 del 1933) e strumenti di pagamento (assegni circolari e bancari, disciplinati dal r.d. 1736 del 1933);

i titoli rappresentativi di merci, che incorporano una situazione soggettiva creditoria connessa ad una situazione reale, attribuendo al possessore il «diritto alla consegna delle merci che sono in esse specificate, il possesso delle medesime e il potere di disporre mediante trasferimento del titolo» (art. 1996 c.c.): il possesso del documento attribuisce il potere di disporre mediante trasferimento del titolo (come tutti gli altri titoli di credito inseriti nel sistema di circolazione cartolare) ed altresì un potere di fatto sulla cosa poiché tramite il possesso del titolo si esercita il possesso delle merci (mediato da chi le detiene ed è obbligato alla consegna);

i titoli di partecipazione che invece incorporano non già solo un credito ma una complessa situazione partecipativa ad una organizzazione, delle cui peculiarità connesse alla cd. letteralità incompleta e alla natura di titoli causali si è già detto.

Nonostante la comune legittimazione a ricevere la prestazione sulla base del solo possesso e presentazione del titolo e la analoga circolazione mediante consegna, sono invece espressamente esclusi dall'applicazione della disciplina generale dei titoli di credito i cd. documenti di legittimazione e i cd. titoli impropri, documenti che servono, rispettivamente, ad «identificare l'avente diritto a una prestazione, o a consentire il trasferimento del diritto senza l'osservanza delle forme proprie della cessione» (cfr. art. 2002 c.c.)⁷¹. Si tratta, nel primo caso, di documenti rilasciati con la funzione di individuare il creditore, come beneficiario di una prestazione, allorchè intercorra un certo lasso di tempo fra conclusione del contratto ed esecuzione dello stesso e senza vocazione alla circolazione (si pensi al biglietto di

⁷¹ Per i quali v. per tutti D. Valentino, Documenti di legittimazione, titoli impropri e adempimento, Napoli, 1988, nonché F. Briolini, Documento di legittimazione e titolo improprio, in N. Abriani, Diritto commerciale, cit., p. 387 ss. Grande centralità alla disposizione dell'art. 2002 è stata accordata da N. De Luca, L'antifattispecie cartolare, cit., p. 112, il quale ricostruisce la fattispecie dei titoli di credito in chiave residuale dalla individuazione dei documenti di legittimazione e dei titoli impropri, per cui sono titoli di credito «tutti i documenti legittimanti, non destinati per legge o per volontà dell'emittente a rivestire solo funzione di legittimazione o a circolare con gli effetti della cessione ordinaria».

viaggio o di uno spettacolo, marche di guardaroba etc.). Nel secondo, il rilascio ha la funzione precipua di agevolare la circolazione di un credito, esonerando il cessionario dall'onere di notifica che è sostituito invece dal possesso e dalla presentazione del titolo (ad esempio polizza assicurativa all'ordine o al portatore). In entrambi i casi però difetta l'incorporazione sí che, da un lato, il documento svolge il ruolo di agevolare la prova dell'avente diritto alla prestazione che però resta regolata dal contratto originario e può essere fornita – in senso difforme all'apparenza – con qualsiasi mezzo; dall'altro, l'acquisto avviene sempre a titolo derivativo, sí che il possessore è sempre esposto a tutte le eccezioni che il debitore avrebbe potuto opporre al cedente⁷².

Peraltro, anche nell'ambito di questa categoria come nell'ambito dei documenti rientranti nel novero dei titoli di credito, si assiste alla progressiva "rarefazione" dovuta anche all'utilizzo sempre piú diffuso della rete telematica: la medesima funzione del documento, l'identificazione cioè del beneficiario della prestazione viene svolta da codici alfanumerici e password⁷³.

72 A. Graziani, G. Minervini, U. Belviso, V. Santoro, *Manuale di diritto commerciale*, cit., p. 647; F. Martorano, *I titoli di credito*, cit., p. 967; C. Angelici, *Diritto commerciale*, I, cit., p. 189 secondo il quale la distinzione tra l'una e l'altra categoria deriva dal «modi in cui è organizzata l'attività imprenditoriale. E da essi consegue la possibilità oppure no di ottenere la prestazione anche in assenza di documento. Altro è [invece] il senso della necessità del documento per l'esercizio del diritto "incorporato" nel titolo di credito, che vuole assicurare un ruolo concreto alla sua negoziabilità, fornendo all'acquirente un mezzo agevole per realizzare la sua pretesa, e tutelare il debitore nei confronti del rischio che altri, avendo in precedenza o successivamente acquistato il titolo, possa validamente pretendere un nuovo adempimento».

73 «La contrattazione di massa per via telematica ha infatti diffuso l'impiego di "codici alfanumerici" o password o – se si preferisce il linguaggio un po' guerresco – di parole d'ordine: il contraente che ricorda e pronuncia la parola d'ordine si identifica come l'avente diritto alla prestazione, anche se non esibisca all'addetto al contatto con la clientela (al commesso, direbbe il linguaggio stantio del codice civile) un documento – cosa o testo informatico (per esempio visualizzato sullo schermo del proprio cellulare –[...])»: P. Spada, o.u.c., p. 101, secondo il quale comunque in questo caso, in presenza di contestazioni da parte dell'emittente non vi sarebbe neppure la presunzione di titolarità ma l'utente dovrà provare il fatto costitutivo del suo diritto.

6. Ed invero, la cd. incorporazione (unitamente alla situazione obbligatoria sottostante) è stata reputata sino ad oggi tratto essenziale per la qualificazione dei documenti in termini di titoli di credito: ebbene, solo l'esatto inquadramento di essa in chiave non già strutturale, ma funzionale, consente di comprendere la evoluzione che li ha interessati e che ha portato alla loro circolazione dematerializzata o, in secondo battuta, alla loro creazione ab origine in forma dematerializzata. La carthula infatti non rileva nella sua materialità, ma quale «indice utilizzabile per la legittimazione e la negoziazione di una situazione giuridica, indice che essendo in grado di evidenziare una posizione di esclusività (nel senso che chi può vantare è nel contempo in grado di escludere che altri si trovino in naviga posizione), consente di ridurre rischi»⁷⁴. Per questo motivo, con l'evoluzione della tecnica, è stato possibile elaborare nuovi indici idonei a permettere analoghi risultati anche in chiave di disciplina⁷⁵; e per questo motivo i titoli dematerializzati devono reputarsi comunque e a tutti gli effetti ricompresi nella fattispecie dei titoli di credito ed il sistema deve essere riportato così a coerenza⁷⁶.

⁷⁴ C. Angelici, *Diritto commerciale*, I, cit., p. 208; P. Spada, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, cit., p. 126. In senso non troppo dissimile si esprime M. Cian, *I titoli di credito cartacei ed elettronici*, cit., p. 141: «l'incorporazione del diritto nel titolo rappresenta una soluzione tecnica che apre la strada all'operatività di principi altrimenti non applicabili: soluzione basata sull'esclusività della relazione materiale, che si instaura tra il possessore del documento e il rapporto documentato e sulle evidenze offerte dalla lettera del titolo. Proprio in quanto semplice tecnica, essa si presta ad essere surrogata da altre tecniche, che, in quanto presentino le medesime caratteristiche, consentano l'applicazione degli stessi principio normativi».

⁷⁵ C. Angelici, o.l.u.c.

⁷⁶ V. altresì le puntuali considerazioni di R. Di Raimo, *Statuto dei beni e regole di circolazione*, cit., § 5, cui si rinvia per le conseguenze che se ne traggono con riferimento ai meccanismi di circolazione: «[è] banale ma inevitabile la considerazione che venuta meno l'incorporazione non vi è più una cosa, oggetto di diritto. Né epicentro della vicenda circolatoria si può reputare un diritto, alla stregua di ciò che avviene nella comune circolazione del credito: circola invece un diritto su un diritto. Il richiamato meccanismo scritturale esprime esattamente questo. Un diritto, aggiungerei, non estrinsecamente documentato dall'annotazione bensì intrinsecamente costituito dalla medesima annotazione, quanto meno all'interno del sistema di gestione accentrata, dove, in particolare, non avrei dubbi sulla funzione delle annotazioni, costitutiva innanzi tutto del diritto, poi dei procedimenti finalizzati al suo trasferimento».

Ciò si è reso necessario anche per il mutare dei bisogni connessi alla modernità: con lo sviluppo del mercato mobiliare nasce l'esigenza di favorire la maggior celerità della movimentazione dei titoli e l'abbattimento dei costi per l'emissione degli strumenti finanziari cd. di massa, ossia quelli che, appartenenti al genus titoli di serie - emessi cioè in eguale contenuto dallo stesso emittente nel contesto della stessa operazione, quali azioni e obbligazioni – sono destinati ad avere diffusione nel pubblico dei risparmiatori – ad es. azioni e obbligazioni di società per azioni quotate nei mercati regolamentari. Categoria che si contrappone ai titoli cd. individuali, i quali, pur essendo eventualmente emessi dallo stesso emittente ed in gran numero, non hanno né necessariamente lo stesso contenuto né sono emessi nell'ambito della stessa operazione⁷⁷.

La dematerializzazione è stata dunque esito di questo processo e si è sviluppata temporalmente in due fasi e secondo due gradazioni di intensità: in una prima fase si è assistito ad una dematerializzazione che può dirsi parziale, temporanea e facoltativa; in una seconda essa è divenuta completa definitiva ed obbligatoria. In via generale e di primissima approssimazione può dirsi che nei titoli dematerializzati, cd. scritturali, al possessore del titolo cartaceo corrisponde il titolare del conto acceso presso l'intermediario; alla consegna corrisponde una operazione contabile di giro fra conti⁷⁸.

La prima fase coincide con l'emanazione del Testo unico sull'intermediazione finanziaria (d.lg. 21 febbraio 1998, n. 58, cd. Decreto Draghi, d'ora innanzi tuf) che regola al Titolo II-bis, Capo IV, Sezione II, la Gestione accentrata degli strumenti finanziari cartolari, per molta parte attingendo alla precedente disciplina speciale (l. 19 giugno 1986, n. 289) che attribuiva alla sola Monte Titoli s.p.a., società a prevalente partecipazione bancaria in via esclusiva la gestione centralizzata dei titoli di massa⁷⁹.

L'attuale disciplina si discosta dalla precedente sostanzialmente per il conferimento della possibilità di gestione dematerializzata dei titoli a tutte le società per azioni, anche senza fini di lucro, definite società di

⁷⁷ Per tutti A. Graziani, G. Minervini, U. Belviso, V. Santoro, *Manuale di diritto commerciale*, cit., p. 656 s.

⁷⁸ M. Cian, o.u.c., p. 144.

⁷⁹ Per una analisi puntuale della previgente disciplina v. A. Graziani, G. Minervini, U. Belviso, V. Santoro, *Manuale di diritto commerciale*, cit., p. 663 ss.

gestione accentrata, Sga⁸⁰, aventi come oggetto esclusivo tale attività in regime di concorrenza. Quanto al resto, invece, la normativa vigente ricalca la medesima previgente e riservata alla sola Monte Titoli s.p.a., sostanziandosi essenzialmente a) nella facoltà per taluni qualificati intermediari finanziari (in particolare Banca d'Italia, Sgr, Sim, Banche) di ricevere titoli in deposito e affidare a loro volta in subdeposito⁸¹, previa autorizzazione scritta del cliente all'affidamento in custodia e in gestione, ad una Sga; b) nella apertura di conti presso la Sga a nome dei depositari autorizzati, suddivisi per specie di titoli; c) nel regime del trasferimento che, anziché mediante il tradizionale meccanismo cartolare, è attuato per il tramite di operazioni contabili di giro, modificazioni cioè della posizioni di conto dei singoli interessati, a séguito di ordine impartito dal depositario alla Sga, la quale vi darà esecuzione mediante scritturazione in addebito sul conto aperto a nome del depositario (del cliente) alienante, ed in accredito su quello aperto a nome del depositario (del cliente) acquirente. Se invece il trasferimento riguarda clienti del medesimo depositario, l'operazione contabile consisterà nella sola scritturazione sui singoli conti a nome di alienante ed acquirente sui registri del solo depositario.

⁸⁰ Si deve trattare di società in possesso di determinati requisiti e autorizzate dalla Consob, di intesa con la Banca d'Italia, F. Martorano, I titoli di credito, cit., p. 985.

⁸¹ Qualificato "deposito regolare" dall'art. 85, comma 3, tuf, nonostante che si precisi che la Sga «ha la facoltà di restituire non gli stessi titoli fisicamente individuati, ma altrettanti della stessa specie». Si tratta, secondo F. Martorano, o.l.u.c., di una «vistosa deroga ai princípi generali» e la proprietà «deve perciò intendersi appartenere alla "massa" dei depositanti di ciascuna specie, i quali hanno un diritto di "comproprietà per quote di quantità", nel senso che, senza procedere alla liquidazione dell'intero, hanno diritto di "staccare" dalla massa una certa quantità materiale di titoli per rientrarne in possesso esclusivo». L'affermazione invece, secondo C. Angelici, o.u.c., p. 209, ha un valore solo approssimativo, volendo indicare che «l'immissione nel sistema non ne modifica la situazione di appartenenza [...] e, soprattutto, che permane la separazione rispetto al patrimonio del "depositario". Non impedisce però di comprendere che in realtà viene modificato l'indice da cui quell'appartenenza risulta: il che, può osservarsi, ulteriormente conferma il valore del documento non come "cosa" oggetto di diritti e posizioni giuridiche reali, bensí "indice" [...] in questo senso sostituibile con altri che possano ritenersi funzionalmente equivalenti». F. Martorano, I titoli di credito, cit., p. 984, parla di «disindividualizzazione» della posizione del portatore, con la sostituzione ad una posizione possessoria di una contabile su una semplice quantità numerica di titoli di un certo genere.

La descritta disciplina si applica solo laddove tali strumenti siano rappresentati da titoli di credito, si opti per la gestione accentrata (residuando la facoltà di lasciarli nella circolazione cartolare) e fintanto che essa perduri⁸².

La disciplina introdotta invece con il cd. Decreto Euro (d.lg. 24 giugno 1998, n. 213, abrogato dal successivo d.lg. 27 gennaio 2010, n. 27 e fatto confluire nei suoi contenuti nel medesimo Tuf, Titolo II-bis, Capo IV, Sezione I, Gestione accentrata in regime di dematerializzazione, artt. 83-bis ss.), attua una dematerializzazione totale ed obbligatoria: ai sensi dell'art. 83-bis tuf i valori mobiliari regolati dalla legge italiana ammessi alla negoziazione o negoziati in una sede di negoziazione italiana o di altro Paese dell'Unione europea (oltre che gli eventuali altri che siano previsti dalla Consob d'intesa con la Banca d'Italia, in funzione della loro diffusione tra il pubblico) «possono esistere solo in forma scritturale».

Per entrambe le forme di dematerializzazione, e di là dalla trasformazione della cartola in dato scritturale, varranno le medesime regole⁸³, desunte dalla circolazione cartolare del documento: l'affidamento alla gestione accentrata e dematerializzata, ovvero la emissione in forma dematerializzata offrono al depositante le stesse garanzie di cui è portatrice la disciplina cartolare agli artt. 1993 e 1994. Ed in particolare:

a) sotto il profilo della legittimazione, si dispone che «[e]ffettuata la registrazione, il titolare del conto [...] ha la legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari in esso registrati, secondo la disciplina propria di ciascuno di essi [...] (art. 83-quinquies, comma 1, tuf): la prova della titolarità degli strumenti e della

⁸² Lo si desume per l'appunto dall'art. 86, comma 1, parte II, tuf, secondo il quale il depositante degli strumenti finanziari immessi nel sistema «può tramite il depositario e secondo le modalità indicate nel regolamento dei servizi previsti dall'art. 81, comma 2, chiedere la consegna di un corrispondente quantitativo di strumenti finanziari della stessa specie in deposito presso la società di gestione accentrata» (sul punto v. A. Graziani, G. Minervini, U. Belviso, V. Santoro, Manuale di diritto commerciale, cit., p. 671).

⁸³ Mediante rinvio operato dall'art. 85, tuf, a norma del quale «Nei casi in cui gli strumenti finanziari immessi nel sistema di gestione accentrata siano rappresentati da documenti, lo svolgimento e gli effetti dell'attività di gestione accentrata sono disciplinati dalla presente sezione. Si applicano, ove non altrimenti previsto dalla presente sezione, gli articoli da 83-quater a 83-undecies».

legittimazione all'esercizio in esso ricompresi si fornisce mediante semplice presentazione all'emittente di un certificato attestante la registrazione dei titoli nel suo conto. Occorre distinguere però⁸⁴ tra a) i diritti amministrativi (partecipazione in assemblea, diritto di voto, poteri di controllo) che saranno esercitati direttamente dall'intestatario del conto mediante presentazione di una certificazione rilasciata dall'intermediario (o inviata da questi direttamente all'emittente in firma elettronica, art. 83-sexies, tuf) comprovante l'intestazione dei titoli al cliente; e b) diritti patrimoniali (riscossione dei dividendi) che vengono esercitati dalla Sga e dagli intermediari (art. 83-quater, comma 1);

b) «colui che ha ottenuto la registrazione in suo favore, in base a titolo idoneo e in buona fede, non è soggetto a pretese o azioni da parte dei precedenti titolari» (83-quinquies, comma 2, tuf): la registrazione ottenuta in proprio favore ed in buona fede determina l'acquisto a titolo originario (non diversamente da quanto accade con l'art. 1994 c.c.)⁸⁵;

c) «all'esercizio dei diritti inerenti agli strumenti finanziari da parte del soggetto a favore del quale è avvenuta la registrazione l'emittente può opporre soltanto le eccezioni personali al soggetto stesso e quelle comuni a tutti gli altri titolari degli stessi diritti» (art. 83-septies, tuf) (non diversamente da quanto accade con l'art. 1993 c.c.)⁸⁶.

7. Mentre l'azione è il titolo di credito partecipativo che si risolve nella dotazione della società di capitale di rischio – sí che solo nel senso ampio descritto più sopra (retro, § 1) rientra nel concetto di finanziamento -, l'obbligazione è il titolo tipicamente destinato alla

⁸⁴ Come già era previsto per la disciplina della Monte titoli s.p.a., v. A. Graziani, G. Minervini, U. Belviso, V. Santoro, *Manuale di diritto commerciale*, cit., p. 663 ss.

⁸⁵ Salvo che non può parlarsi tecnicamente di azione di rivendicazione poiché non è in gioco la proprietà di una cartula: M. Cian, *I titoli di credito cartacei ed elettronici*, cit., p. 145.

⁸⁶ Ritiene però F. Martorano, *I titoli di credito*, cit., p. 988, che si applichino altresì gli artt. 1192, comma 2 e 1993, comma 2, ovverosia che l'effetto liberatorio derivante dall'adempimento nei confronti dell'intestatario del conto trovi comunque il limite del dolo e della colpa grave del debitore e, rispettivamente, che le eccezioni personali all'intestatario precedente possano opporsi anche al successivo se abbia agito intenzionalmente a danno del debitore, «poiché [...] non è immaginabile che per i titoli dematerializzati sussista una disciplina di tutela del creditore più intensa di quella prevista per i titoli materializzati».

raccolta della provvista di liquidità dell'impresa⁸⁷: si tratta di un documento che incorpora una frazione omogenea di un'unica operazione di finanziamento mediante la quale la società (per azioni o in accomandita per azioni) si indebita nei confronti dei sottoscrittori, obbligandosi alla restituzione dell'importo versato (ma che non costituisce capitale, quindi non risente del rischio di impresa) ad una data scadenza di un interesse periodico fisso. Se il titolo azionario risponde all'interesse al conferimento di danaro con la prospettiva di ottenerne una remunerazione in termini di utili o in sede di successiva rivendita sul mercato, ma con l'assunzione del rischio della perdita parziale o integrale dello stesso, l'obbligazione soddisfa più specificamente l'interesse all'investimento, con una aspettativa di guadagno minore ma più sicura⁸⁸: si tratta di titoli al portatore o nominali, che incorporano il diritto di credito alla restituzione della somma prestata e degli interessi, caratterizzati da autonomia e astrattezza⁸⁹, ma a letteralità incompleta, e di massa, la cui emissione è sottoposta a precisi limiti legali⁹⁰, non potendo essere emesse per un ammontare superiore al doppio dell'ammontare del capitale sociale e delle riserve (legale e disponibile) risultanti dall'ultimo bilancio approvato (art. 2412 c.c.)⁹¹.

⁸⁷ Per quanto la stessa cambiale sia stata di recente piegata allo svolgimento della funzione di raccolta de risparmio presso il pubblico, mediante loro emissione «in serie»: P. Spada, *Diritto commerciale*, II, cit., p. 115; C. Angelici, *Diritto commerciale*; I, cit., p. 216, entrambi in raffronto con la cambiale tradizionale.

⁸⁸ E. Ginevra, *Le obbligazioni*, in Aa.VV., *Manuale di diritto commerciale*, cit., p. 412.

⁸⁹ Non si potrà mai prescindere, nell'apprezzamento delle cd. astrattezza, dal tipo di operazione collettiva di cui il titolo è frazione, dalla sua effettiva realtà e consistenza giuridica (delibera di emissione del prestito obbligazionario: lo stesso art. 83-septies, tuf, a tenore del quale possono essere opposto all'intestatario del titolo scritturale soltanto le eccezioni personali e quelle comuni a tutti gli altri titolari degli stesi diritti, chiarisce che è «la dimensione collettiva dell'operazione [...] a caratterizzare la posizione del possessore del titolo in termini che potrebbero definirsi di proporzionalità. Nel senso che [...] il valore della posizione concreta del singolo non risulta da una sua considerazione isolata, ma per il suo rapporto con quella degli altri».

⁹⁰ E. Ginevra, *Le obbligazioni*, in Aa.VV., *Manuale di diritto commerciale*, cit., p. 406

⁹¹ P. Spada, *Diritto commerciale*, II, cit., p. 115.

A séguito della sottoscrizione, la società rilascerà in favore dell'investitore i titoli cartacei ovvero realizzerà nei loro confronti le formalità previste per la dematerializzazione, laddove ricorrano i presupposti: operano per le obbligazioni le medesime regole vigenti per le azioni, sí che ove si tratti di valori mobiliari «ammessi alla negoziazione o negoziati in una sede di negoziazione italiana o di altro Paese dell'Unione europea» possono esistere solo in forma scritturale (art. 83-bis tuf). Anche se si tratta di strumenti non quotati quindi non obbligatoriamente emessi direttamente o successivamente immessi nel sistema dematerializzato, possono essere facoltativamente assoggettati al regime dematerializzato ove l'emittente opti per il sistema scritturale in luogo di quello cartolare (art. 83-bis, comma 3, tuf). Là dove peraltro si tratti di obbligazioni destinate ad essere quotate, si disapplica il limite di emissione (art. 2412, comma 4, c.c.).

Ebbene, se azioni e obbligazioni, con le differenze e le similitudini poste in evidenza, appartengono al novero degli strumenti tipici e tradizionali di reperimento di provvista finanziaria nella s.p.a., la recente riforma del diritto societario come si è detto (v. retro § 1.) ha introdotto nel sistema altri e differenti strumenti di finanziamento che hanno alterato, altresí, la storica dicotomia tra conferimento-azione-costituzione di capitale di rischio⁹²vs. prestito ex mutuo-obbligazione-costituzione di capitale di debito. Si tratta principalmente dalla fattispecie, di incerta portata, delineata dall'art. 2346, comma 6, c.c. che definisce i cd. strumenti finanziari partecipativi, di quella del successivo art. 2349, comma 2, c.c. sugli strumenti finanziari in favore dei dipendenti, dei finanziamenti destinati ad uno specifico affare di cui agli artt. 2447-ter, comma 1, lett. e), nonché gli altri strumenti finanziari individuati dall'art. 2411, comma 3, c.c. Di là dalla fattispecie di cui all'art. 2447-ter, c.c., che presenta una sua autonomia rinvenendo la sua essenza nel momento destinatorio e nel conseguente effetto segregativo, il complesso delle restanti disposizioni richiamate di nuova introduzione è stato – ed è a tutt'oggi – oggetto di ampio dibattito circa la necessità o meno di una sua lettura unitaria: se si tratti cioè, nella scarsità di indicazioni legislative, di versamenti tutti e necessariamente caratterizzati da causa credendi, o se talvolta e per taluni, per l'appunto

⁹² In questo senso G. Festa Ferrante, Gli strumenti finanziari partecipativi, in Riv. not., 2008, p.1231.

detti “partecipativi”, possa configurarsi un versamento causa societatis⁹³.

Ad avviso di alcuni, infatti, l’art. 2346 c.c. andrebbe letto unitamente all’art. 2411, comma 3, c.c. che estende la disciplina delle obbligazioni agli «strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l’entità del rimborso del capitale all’andamento economico della società», sí che tutti gli strumenti finanziari diversi dalle azioni dovranno essere sottoposti ad una disciplina unitaria ricavabile dalla disciplina delle obbligazioni, innanzi tutto con riferimento ai limiti di emissione (art. 2412 c.c.)⁹⁴. In senso opposto invece si sostiene da parte di altri che i nuovi strumenti di finanziamento non appartengano ad un genus unitario da ricondurre sotto il profilo della disciplina (anche contabile) necessariamente alla obbligazione, ma che ciascuna disposizione rinvii a una autonoma fattispecie e una distinta disciplina; al piú possono intravedersi due differenti categorie di strumenti: quelli partecipativi, in quanto caratterizzati da partecipazione al contratto sociale (azioni e strumenti ex art. 2346, comma 6, c.c. ed ex. art. 2349

93 A. Di Nola, A. Restuccia, Brevi note sull’applicabilità della disciplina del capitale sociale agli strumenti finanziari partecipativi “a tutto rischio”, in *Giur. comm.*, 2017, § 4: «la distinzione tanto con la causa credendi che con la causa societatis è chiarissima: nel primo caso il creditore acquisisce il diritto alla restituzione di quanto prestato, sia o no tale diritto subordinato al verificarsi di certe performances o altre condizioni e maggiorato o no di interessi. Nel secondo caso l’apportante, non solo non ha diritto ad una prestazione predeterminata e fissa nei confronti della società, ma partecipa all’impresa collettiva quale socio, con tutto quello che ciò comporta in termini di diritti patrimoniali residuali e di diritti residuali di controllo».

94 Oltre a P. Spada, *Diritto commerciale*, II, cit., p. 115; Id., *Obbligazioni, titoli di debito e strumenti finanziari non partecipativi*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, p. 253 ss; Id., *C’era una volta la società...*, in *Riv. not.*, 2004, p. 1 ss., v. G. Ferri jr., *Fattispecie societaria e strumento finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 805 ss.; G. Mignone, *Gli strumenti finanziari di cui al 6° comma dell’art. 2346*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza*, diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Torino, 2009, p. 308 ss; Id., *Strumenti finanziari partecipativi*, in *Codice delle società*, a cura di Abriani, Torino, 2016, p. 648 ss; B. Libonati, *I «nuovi» strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, ivi, 2007, p. 1 ss.; Id., *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, a cura di Balzarini, Carcano e Ventoruzzo, II, Milano, 2007, p. 587 ss., il quale reputa che solo eccezionalmente e discostandosi dalla loro principale finzione tali strumenti potevano assumere la funzione e dunque la sembianza - anche contabile - del quasi-capitale o del capitale cd. mezzanino.

c.c.), e strumenti non partecipativi che tali poteri non attribuiscono, che prevedono necessariamente il rimborso integrale del capitale alla scadenza o quanto meno - nella forma dell'art. 2411, comma 3, c.c. – condizionato nei tempi e nelle modalità all'andamento economico della società⁹⁵.

Con riferimento in particolare l'art. 2346 c.c., l'incertezza circa la necessità dell'imputazione (anche contabile) del versamento sempre a titolo di prestito obbligazionario ovvero anche, eventualmente, in conto capitale, deriva dalla ambiguità della stessa disciplina tratteggiata dal legislatore: rubricata Emissione delle azioni, la disposizione fa salva al comma 6 la possibilità per la società di emettere «altri» strumenti finanziari, definiti «partecipativi» nella rubrica della Sezione V, e consistenti in valori mobiliari emessi dalla società a fronte di una prestazione, di danaro, di beni o di servizi.

Ai sottoscrittore dei titoli dovranno essere riconosciuti diritti patrimoniali, che si ritiene siano comunque partecipazione agli utili netti dell'impresa⁹⁶, ma sulla entità o sulle condizioni dei quali lo statuto avrà ampia discrezionalità; o anche diritti amministrativi, consistenti nel diritto di voto su argomenti specificamente indicati: in particolare può essere ad essi riservata, secondo le modalità stabilite nello statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco» (art. 2351, comma 5. c.c.). Ma il diritto di voto non potrà essere esercitato nell'assemblea dei soci, ma nell'ambito di assemblee speciali, che devono reputarsi competenti in via generale all'approvazione delle delibere sociali che pregiudicano i diritti della categoria (art. 2376 c.c.).

Differentemente dalle obbligazioni, l'emissione deve essere prevista già nello statuto (non attendendo invece una delibera del consiglio di amministrazione), quanto a modalità e condizioni, sanzioni in caso di inadempimento ed eventuale legge di circolazione.

⁹⁵ M. Cian, Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline, in *Giur. comm.*, 2005, I, 2005, p. 385; G. Giannelli, Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, p. 163 ss.; R. Costi, Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi, cit., p. 733.

⁹⁶ O anche agli utili che la società ritragga da uno specifico affare o utili più limitatamente intesi: v. F. Galgano, I titoli di credito, cit., p. 179.

Alla stessa stregua di quelli tipici, invece, gli strumenti finanziari partecipativi sono potenzialmente unità omogenee di una operazione collettiva di raccolta di risorse destinate alla sottoscrizione di una molteplicità di investitori, ma nulla esclude, si ritiene, che l'operazione sia individuale, che l'apporto sia unico e pervenga da una sola persona o ente.

La disciplina tratteggia dunque la figura di uno strumento che la dottrina per lo più definisce «ibrido»⁹⁷ e sul quale si misurano varie, differenti opinioni, riconducibili quindi a due principali filoni. Il dibattito è il riflesso di quello, più ampio, di cui si è detto, che ha investito il finanziamento atipico alla s.p.a.

Da un lato si pongono quanti reputano che l'apporto versato a fronte dell'emissione dello strumento finanziario partecipativo sia in ogni caso causalmente riconducibile all'apporto al capitale di credito, da parte di soggetti od enti che, pur non correndo – in senso tipico - il rischio di impresa, accettano di parteciparvi, ricevendo da parte della società un coinvolgimento nei processi decisionali ed un potenziale e facile smobilizzo dell'investimento, tramite scomposizione dell'intera operazione in unità omogenee di debito, documentate in titoli di credito cartolari o scritturali. In questa chiave deve sussistere sempre l'obbligo di rimborso e, per quanto non espressamente previsto, dovranno applicarsi l'intera disciplina del prestito obbligazionario, compresi – ed anzi soprattutto - i limiti di emissione ex art. 2412 c.c.⁹⁸, oltre che per

⁹⁷ E. Ginevra, o.u.c., p. 414; critico P. Spada, *Diritto commerciale*, II, p.123: «improprio appare il ricorso al predicato “ibrido” per connotare questa raccolta: [...] la c.d. emissione di strumenti finanziari partecipativi alimenta capitale di credito (debiti, insomma della società) e non capitale di rischio e la raccolta può dirsi “ibrida” solo descrittivamente, per dare atto della creazione di un ceti di creditori che partecipano al rischio dell'impresa e che hanno qualche prerogativa organizzativa, così finendo per somigliare agli azionisti».

Rileva F. Di Girolamo, *Le obbligazioni e gli altri titoli di debito nel fallimento dell'emittente, con uno sguardo alla riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2008, p. 1109 ss., cui si rinvia anche per l'analisi di dettaglio della relativa disciplina, che obbligazioni, gli strumenti finanziati (anche) partecipativi devono ritenersi tutti accomunati sotto l'etichetta dei titoli di debito di cui all'art. 58 l.fall. ai sensi del quale «i crediti derivanti da obbligazioni e da altri titoli di debito sono ammessi al passivo per il loro valore nominale detratti i rimborsi già effettuati».

⁹⁸ Principalmente in questo senso P. Spada, o.u.c., p. 122: l'emissione di strumenti finanziari, generando passività reali, deve essere rappresentata nel quadro D del passivo dello stato patrimoniale di bilancio.

l'emittente i vantaggi sul piano fiscale e per il finanziatore i vantaggi di tutela riservati ai creditori sociali (e non ai soci) in chiave di responsabilità patrimoniale (mezzi di conservazione della garanzia, potere di insinuarsi in caso di fallimento ed essere soddisfatti con preferenza rispetto ai soci).⁹⁹

Da altra parte si reputa invece che siffatti strumenti finanziari abbiano una duttilità ed elasticità tale da poter essere caratterizzati, a seconda dello specifico contenuto che l'autonomia negoziale statutaria avrà delineato, dalla funzione di fornire provvista tanto a titolo di prestito obbligazionario quanto a titolo di capitale di rischio: secondo le più svariate giustificazioni causali, essi possono configurare un apporto a titolo di finanziamento ex mutuo, o a titolo di associazione in partecipazione, o di altro rapporto tipico o atipico di cointeressenza¹⁰⁰.

Sebbene la disputa fra gli studiosi non paia sopita, la prassi ha consacrato, nella sostanza, il secondo degli orientamenti descritti: il finanziamento viene configurato spesso come apporto restituibile e appostato come debito in bilancio, ma più spesso rappresentato come non restituibile e collocato contabilmente in una apposita riserva del patrimonio netto (cd. quasi capitale o capitale mezzanino)¹⁰¹.

⁹⁹ Lo ricorda A. Giampietri, *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, in *Giur. comm.*, 3, 2011, p. 412.

¹⁰⁰ V. in particolare per questa posizione M. Notari, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, I, p. 542 ss.; Id., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Aa.Vv.*, *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, 2003, p. 45 ss.; nonché R. Costi, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2006, I, p. 733; G. Festa Ferrante, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., § 4; F. Galgano, *I titoli di credito*, cit., p. 178 s.

¹⁰¹ Per la risoluzione di un recente caso giurisprudenziale v. G. Mignone, *Strumenti finanziari partecipativi del genere "mezzanino": se sei riserva, non puoi fare il capitale...*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, II, p. 491, in nota a Trib. Napoli, 24 febbraio 2016. La statuizione presenta una importanza peculiare per essere stata una delle prime pronunce a misurarsi con l'istituto: il caso riguardava una s.p.a. che aveva emesso strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni ma con esclusione di qualunque diritto al rimborso, dei quali viene riconosciuta la convertibilità nei limiti in cui la riserva non risulti erosa dalle perdite: «la riserva costituita a fronte dell'apporto di capitale di rischio per il tramite di strumenti finanziari partecipativi (c.d. Riserva apporti strumenti finanziari) risponde delle perdite prima del capitale sociale. Pertanto, la conversione in capitale sociale degli strumenti finanziari partecipativi è possibile nei soli limiti di consistenza della relativa riserva di

Viene così attribuito all'autonomia privata un ampio margine di discrezionalità nel definire il contenuto degli strumenti, con possibilità di sovrapposizione e integrazione fra le discipline (ove ad esempio lo strumento finanziario partecipativo preveda un rimborso condizionato nei tempi e nelle modalità all'andamento economico della società ex art. 2411, comma 3, c.c.).

8. Fermo restando il divieto di invitare al cd. risparmio anonimo (di rivolgersi cioè al mercato del capitale di rischio), rimasto intatto all'art. 2468 c.c., la stessa riforma del diritto societario del 2003 che ha inciso sul sistema finanziario della s.p.a. ha abolito per la s.r.l. il previgente divieto di ricorrere all'indebitamento mediante obbligazioni, abilitandola così alla emissione di cd. titoli di debito¹⁰², se pure a talune stringenti condizioni poste dall'art. 2483 c.c. La disciplina che ne risulta - snella, flessibile e affidata all'autonomia statutaria, come il tipo s.r.l. oggi richiede - prevede che:

1) l'emissione debba essere prevista dall'atto costitutivo che deve anche individuare chi, tra soci o amministratori, sia competente all'assunzione della decisione, nonché le modalità della stessa, le maggioranze necessarie e gli eventuali limiti¹⁰³: questi ultimi rimessi totalmente all'autonomia privata e per quali non sarà applicabile, neppure analogicamente l'art. 2412 c.c. per l'indebitamento obbligazionario, posto che è previsto al secondo comma che i titoli

patrimonio netto; detta riserva va assoggettata all'assorbimento delle perdite secondo l'ordine inderogabile del progressivo grado di indisponibilità delle voci del patrimonio netto (per cui, a copertura delle perdite, dovranno essere utilizzate dapprima le riserve facoltative e quelle statutarie, poi le riserve legali ed infine il capitale sociale, dotato del maggior grado di indisponibilità)». Sul punto v. altresì le considerazioni di S. Di Nola, A. Restuccia, *Brevi note sull'applicabilità della disciplina del capitale sociale agli strumenti finanziari partecipativi "a tutto rischio"*, cit., p. 717 ss.

¹⁰² P. Spada, *Diritto commerciale*, II, cit., p. 124, M. Cian, *La s.r.l. e la struttura finanziaria*, in *Diritto commerciale*, cit., p. 522

¹⁰³ Per l'ipotesi che lo statuto non contenga alcuna previsione o contenga la previsione ma non l'attribuzione della competenza o ancora che la competenza sia individuata in capo a entrambi si rinvia diffusamente all'analisi di M. Stella Richter, *I titoli di debito*, *Riv. soc.*, 2005, §3, ed ivi ulteriori riferimenti.

«possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale» (banche, sim, sicav, sgr) 104;

2) il soggetto competente alla emissione dovrà, nell'assunzione della delibera, da iscriversi a cura degli amministratori presso il registro delle imprese, prevedere le condizioni del prestito e le modalità del rimborso e potrà altresì prevedere che queste ultime siano modificabili con il consenso della maggioranza dei possessori dei titoli¹⁰⁵.

Quanto alla circolazione dei titoli, alla relativa legge, e al contenuto della situazione attribuita ai sottoscrittori, nulla è disposto: si reputa comunque che possano consistere in titoli di massa, emessi a fronte di una unica operazione di prestito scomposto in unità omogenee¹⁰⁶; attributivi di diritti da definirsi nella delibera di assunzione ma essenzialmente ricomprendenti il diritto al rimborso e, non necessariamente ma naturalmente, una remunerazione periodica¹⁰⁷; destinati ad una circolazione “garantita”: i sottoscrittori infatti, necessariamente gli investitori professionali di cui si è detto, possono a lor volta immettere i titoli sul mercato e trasferirli ulteriormente ma, essendo la s.r.l. tipicamente una società carente sotto il profilo della solidità e stabilità finanziaria, risponderanno in questo caso dell'insolvenza della società emittente nei confronti degli acquirenti, se non si tratti di altro investitore professionale o di soci (presuntivamente

104 P. Spada, o.u.c., 126.

105 In difetto di tale facoltativa previsione dello statuto, la modifica delle condizioni potrà avvenire cioè solo con il consenso di tutti i possessori dei titoli M. Cian, o.l.u.c.

106 Nonostante la genericità della locuzione “titoli di debito” che viene richiamata già all'art. 1 tuf quale genus di cui obbligazioni e titoli di Stato sarebbero species (P. Spada, *Diritto commerciale*, II, cit., p. 124, nonché M. Stella Richter, o.u.c., § 5), taluni reputano che debbano (e non semplicemente possano) essere strumenti di massa, anche se non necessariamente organizzata (oltre agli autori richiamati v. altresì B. Libonati, *Diritto commerciale*, Milano, 2005; G. Cabras, Sub art. 2483, in *Società di capitali*, Commentario a cura di Niccolini e Stagno D'Alcontres, III, Napoli, 2004, p. 1697; F. Fimmanò, *Gli strumenti finanziari nella società a responsabilità limitata*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, I, p. 110; M. Porzio, Sub art. 2483, in *La riforma delle società*, a cura di Sandulli e Santoro, Torino, 2003, p. 229; in senso contrario G. Giannelli, *Le operazioni sul capitale nella società a responsabilità limitata*, in *La nuova disciplina delle società a responsabilità limitata*, a cura di Santoro, Milano, 2003, p. 278.

107 P. Spada, o.u.c., p. 125.

capaci di opportuna valutazione del rischio insito nell'acquisto)¹⁰⁸. La garanzia peraltro viene per lo più qualificata in ragione della natura normalmente cartolare del titolo, quindi alla stregua della garanzia connessa alla girata cambiaria, e per l'intero credito¹⁰⁹.

Per quanto infatti la locuzione "titoli di debito" evochi uno strumento in forma cartolare (eventualmente dematerializzata), si reputa che l'emissione di titoli di credito sia naturale ma non necessaria¹¹⁰: qualora si sia optato per l'emissione di titoli di credito, si tratterà di titoli causali a letteralità incompleta, a legittimazione nominale per consentire l'identificazione del soggetto tenuto alla garanzia nel caso di insolvenza dell'emittente.

E per quanto la locuzione risulti ampia, quanto ampio appare il ricorso all'autonomia privata in chiave di integrazione della disciplina, nella vasta gamma delle obbligazioni rinvenibili nella disciplina delle s.p.a., si esclude che la s.r.l. possa emettere titoli "ibridi" che ricalchino

108 La disposizione intende infatti temperare la necessità di apertura della società al mercato del capitale del credito con l'esigenza di salvaguardare il risparmio diffuso: M. Stella Richter, I titoli di debito delle società a responsabilità limitata, cit., § 1; Id., Società (riforma delle). I) Profili sostanziali, in Enc. giur., Roma, 2004, p. 5; Id., Società a responsabilità limitata. Disposizioni generali. Conferimenti. Quote, in Diritto delle società. Manuale breve, Milano, 2005, p. 282.

109 V. Essenzialmente M. Stella Richter, o.l.u.c.; G. Cabras, o.u.c., p. 1702; G. Carraro, Titoli di massa e nuovo diritto delle società, Padova, 2004, p. 46, p. 114 ed ivi ulteriori riferimenti. Secondo P. Spada, o.l.u.c., la garanzia opera alla stregua dell'art. 1267 c.c. e nei limiti di quanto ricevuto; nonché B. Libonati, o.u.c., p. 463. Ma v. altresì V. Santoro, Garanzia della solvenza della società a responsabilità limitata in caso di circolazione del titolo di debito, in Dir. banc. merc. fin., 2004, I, p. 507 ss., p. 511, che qualifica la garanzia alla stregua di una cauzione.

La garanzia peraltro, secondo alcuni, resta in capo al primo cedente anche in caso di alienazioni successive da parte del primo sottoscrittore (in particolare F. Ferro Luzzi-F. Chiappetta, Fusioni e prestiti obbligazionari di società per azioni, in Riv. soc., p. 2005, p. 137), grava invece anche sui successivi alienanti secondo altri (G. Carraro, o.u.c., p. 114) si appunta sull'ultimo investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale secondo altri ancora (M. Stella Richter, o.u.c., § 8).

110 Che possa trattarsi di strumenti finanziari non documentati in titoli circolanti M. Stella Richter, o.u.c., § 6, il quale reputa comunque applicabile l'articolo in esame, soprattutto in funzione di tutela dell'investitore, nello stesso senso P. Spada, o.l.u.c.; B. Libonati, o.u.c., p. 462; G. Cabras, o.u.c., p. 1698 ss; G. Giannelli, o.u.c., p. 278; F. Finmmano, o.u.c., p. 110 s., in senso contrario G. Carraro, o.u.c., p. 101.

gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 c.c., o obbligazioni convertibili in quote¹¹¹.

¹¹¹ Si aggirerebbe altrimenti il divieto posto dall'art. 2468 c.c. di sollecitazione al pubblico di investimento a titolo di capitale di rischio: P. Spada, o.l.u.c., B. Libonati, o.u.c., p. 463; P. Ferro Luzzi-F. Chiappetta, o.u.c., p. 137, F. Fimmanò, o.u.c., p. 104, in senso contrario G. Cabras, o.u.c., p. 1697; M. Stella Richter, o.u.c., § 7, che pone in evidenza anche problemi eventuali di coordinamento con il regime dell'aumento di capitale a pagamento: v. altresì F. Di Girolamo, *Le obbligazioni e gli altri titoli di debito nel fallimento dell'emittente, con uno sguardo alla riforma del diritto societario*, cit., § 4.