



GIOVANNI BERTI DE MARINIS

Ricercatore di Diritto dell'Economia – Università di Perugia

## PEGNO SU STRUMENTI FINANZIARI DEMATERIALIZZATI E ROTATIVITÀ DELLA GARANZIA

SOMMARIO: 1. La “dematerializzazione” degli strumenti finanziari. – 2. L'attuale disciplina degli strumenti finanziari dematerializzati e di quelli cartolari in gestione accentrata. – 3. La costituzione dei vincoli sugli strumenti finanziari dematerializzati ed il ruolo dello “spossestamento” tramite registrazione del vincolo. – 4. Il rapporto fra normativa speciale sulla costituzione del pegno su strumenti finanziari dematerializzati e le disposizioni codicistiche. – 5. La rotatività delle garanzie nelle disposizioni speciali dedicate agli strumenti finanziari dematerializzati. – 6. Segue. Problematiche applicative della disciplina del pegno rotativo su strumenti finanziari dematerializzati.

1. – Come noto, esigenze connesse alla più agevole e sicura circolazione degli strumenti finanziari<sup>1</sup>, ha determinato una progressiva ma costante tendenza alla dematerializzazione degli stessi<sup>2</sup>. Con tale termine si intende, al netto delle specificazioni che a breve si faranno, la perdita di rilevanza della “fisicità” degli strumenti finanziari tendente a far venir meno la c.d. *chartula* e che, quindi, determina che gli stessi possano esistere solo quali scritture contabili<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> L'esigenza di rendere maggiormente agevole, snella e sicura la circolazione dei valori mobiliari, era stata già evidenziata da M. LIBERTINI, *Premessa a una revisione unitaria dei titoli di credito*, in *Banca borsa*, 1972, I, 218.

<sup>2</sup> G. CARRIERO, *Monte titoli s.p.a.: le ragioni di un intervento legislativo*, in *Foro it.*, 1986, V, 259; M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, Giappichelli, 2012, 1. Sul punto, v. le considerazioni di M. CALLEGARI, *Il pegno su titoli dematerializzati*, Giuffrè, 2004, 57 s., la quale evidenzia che “l'esperienza della dematerializzazione, sintomo di una crisi del supporto documentale, appare esattamente antitetica a quello che è stato il punto di arrivo della storia e dell'evoluzione dei titoli di credito: se, nel passato, l'incorporazione del diritto nel documento ha rappresentato una conquista come meccanismo capace di assolvere alle esigenze di speditezza e di sicurezza e di sicurezza della circolazione, scaturisce ora dalla prassi l'opposta esigenza di compiere un processo inverso, diretto ad affidare il trasferimento dei diritti a meccanismi differenti da quelli legati alla «tradito» del documento cartaceo”.

<sup>3</sup> La dottrina è sul punto estremamente ampia. Senza pretesa di esaustività, v. I. KUTUFÀ, *Indici di legit-*



Si tratta di un percorso normativo iniziato con la l. 19 giugno 1986, n. 289 che, nell'istituire la Monte Titoli s.p.a.<sup>4</sup> quale società di gestione accentrata degli strumenti finanziari, permetteva un accentramento delle operazioni di trasferimento dei titoli in essa registrati<sup>5</sup>. Il sistema così creato, non faceva venir meno la forma cartacea dei titoli che, ove volontariamente immessi nel sistema di gestione accentrato, potevano però circolare non tramite *traditio* ma attraverso la registrazione contabile della transazione<sup>6</sup>. Si trattava, quindi, di un sistema di gestione accentrata dei titoli su base volontaria che, in ogni caso, permetteva al titolare dello strumento finanziario di gestire in maniera più agevole e sicura gli strumenti finanziari ma con la contestuale possibilità, tramite il ritiro degli stessi, di rientrare nella materiale disponibilità della *chartula*.

Maggiormente incisivo<sup>7</sup> è, invece, l'impatto che in termini di dematerializzazione dei titoli ha avuto il successivo d.lgs. 24 giugno 1998, n. 213<sup>8</sup> che, in linea di continuità con la disposizione in precedenza menzionata ma con maggiore pervasività, impone la dematerializzazione degli strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati determinando la tendenziale eliminazione di qualunque supporto cartolare in relazione agli stessi<sup>9</sup>. Va detto che, anche in costanza di tale regime di dematerializzazione – come peraltro anche in quello vigente –, permangono ipotesi nelle quali risulta possibile l'emissione di strumenti finanziari in formato cartolare e, con essi, la necessità di

---

*timazione e tecniche azionarie: nuove soluzioni per vecchi problemi tra cartolarità e dematerializzazione*, in *Banca, borsa*, 2013, I, 641; A. PAVONE LA ROSA, *Azioni "dematerializzate" e legittimazione all'esercizio dei diritti sociali*, in *Riv. soc.*, 2002, 1209; M. CIAN, *Titoli dematerializzati e circolazione "cartolare"*, Giuffrè, 2001, *passim*; M. RESCIGNO, *La nuova disciplina della dematerializzazione degli strumenti finanziari*, in *Banca borsa*, 1999, 212; F. SARTORI, *Dematerializzazione degli strumenti finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, 275; A. BUSANI e C.M. CANALI, *Strumenti finanziari dematerializzati: circolazione, vincoli e conferimento in fondo patrimoniale*, in *Riv. not.*, 1999, 1059.

<sup>4</sup> Sul punto, si rinvia a R. LENER, *La dematerializzazione dei titoli azionari e il sistema Monte Titoli*, Giuffrè, 1989, *passim*.

<sup>5</sup> G. OPPO, *Dal progetto alla Monte Titoli*, in *Riv. dir. civ.*, II, 1986, 445 ss.; L. GUALANDI, *Commento alla legge 19 giugno 1986, n. 289*, in *Giur. comm.*, 1986, 815 ss.; R. LENER, *Il nuovo regolamento della Monte Titoli S.p.a.*, in *Banca borsa*, 1990, I, 207 ss.

<sup>6</sup> A. PAVONE LA ROSA, *La gestione accentrata di valori mobiliari: sua incidenza sulla circolazione cartolare dei titoli*, in *Banca borsa*, I, 289 ss.

<sup>7</sup> Una parte della dottrina ha parlato, a tal proposito, di dematerializzazione in senso forte: P. SPADA, *La circolazione della "ricchezza assente" alla fine del millennio*, in *Banca, borsa*, 1999, 407.

<sup>8</sup> G. CARRIERO, *La legge sulla dematerializzazione degli strumenti finanziari: tecniche giuridiche ed obiettivi*, in *Foro it.*, 1998, V, 310 ss.

<sup>9</sup> G. MINERVINI, *La dematerializzazione delle azioni quotate e l'esercizio dei diritti sociali*, in *Giur. comm.*, 1999, 647 ss.; A. MUNARI, *Brevi note in tema di procedure di "dematerializzazione" degli strumenti finanziari*, in *Riv. dir. priv.*, 2000, 51 ss.



continuare ad individuare una puntuale disciplina della gestione accentrata di strumenti finanziari cartolari<sup>10</sup>.

Senza voler in questa sede entrare nel dettaglio di una evoluzione normativa estremamente complessa ed articolata<sup>11</sup>, sembra opportuno però segnalare che nell'attuale quadro di sistema<sup>12</sup> le disposizioni di riferimento sono quelle contenute agli artt. 82 ss. TUF ed alla connessa normativa secondaria<sup>13</sup> che, in primo luogo, individua una disciplina di base applicabile agli strumenti dematerializzati (artt. 83 bis-83 quaterdecies TUF) e, poi, stabilisce regole applicabili agli strumenti finanziari cartolari in gestione accentrata (artt. 85-89 TUF) che si aprono, però, con il rinvio contenuto all'art. 85, comma 1, TUF a quanto disposto dalle norme dedicate agli strumenti dematerializzati ove non derogate dai successivi articoli<sup>14</sup>.

È evidente che alla base di tale evoluzione normativa – la quale risente delle modifiche introdotte ed in corso di introduzione derivanti dal necessario adattamento delle disposizioni domestiche al Regolamento UE 909/2014<sup>15</sup> – vi siano esigenze squisitamente pratiche che inducono il legislatore a rimodellare regole ed istituti sulla scorta delle nuove necessità del mercato. L'intero sistema ruota, infatti, intorno ai meccanismi di registrazione degli strumenti finanziari all'interno dei conti dedicati accesi presso gli intermediari che – ai fini della titolarità, del trasferimento, dell'esercizio dei diritti incorporati nello strumento finanziario e dell'apposizione di vincoli sugli stessi – ha lo scopo di sostituire gli effetti del possesso/spossessamento del titolo resi impossibili dall'inesistenza di un "cosa" mobile – la *chartula* – che possa essere oggetto di materiale apprensione<sup>16</sup>.

---

<sup>10</sup> Sul punto, M. SEPE, *Le strutture e i servizi per il regolamento delle operazioni*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di F. Capriglione, 2ª ed., Cedam, 2019, 777 s.

<sup>11</sup> V., ancora, M. CALLEGARI, *Il pegno su titoli dematerializzati*, cit., 43 ss. e, per le evoluzioni più recenti, M. SEPE, *Le strutture e i servizi per il regolamento delle operazioni*, cit., 767 ss.

<sup>12</sup> Il riferimento è alle modifiche introdotte al TUF da parte del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 che ha sostituito l'intero Titolo II del TUF (artt. 79 quater ss.) e successive modifiche.

<sup>13</sup> Si tratta del Provvedimento Consob – Banca d'Italia del 13 agosto 2018 sul Post-trading (c.d. Regolamento unico sul Post-trading) che sostituisce il precedente del 22 febbraio 2008.

<sup>14</sup> Affronta congiuntamente le tematiche, M. CIAN, *Titoli dematerializzati e circolazione "cartolare"*, cit., 21; ID., *Strumenti finanziari dematerializzati, diritto cartolare e diritto societario*, in *Banca borsa*, 2005, I, 11.

<sup>15</sup> Su cui v., A. MESSORE, *Adeguamento al regolamento (UE) n. 909/2014 sui depositari centrali di titoli (CSDR) e ulteriori novità in materia di infrastrutture e servizi di post-trading*, in *www.dirittobanca rio.it*, 2016, *passim*.

<sup>16</sup> Riflettono sul punto, G. OPPO, *Tramonto dei titoli di credito di massa ed esplosione dei titoli di legittimazione*, in *Riv. dir. civ.*, 1998, 645 ss.; M. CIAN, *Art. 83 bis TUF*, in *Commentario del codice civile*, di-



Un percorso che, però, produce a cascata necessari adattamenti alle disposizioni che ruotano intorno alla dematerializzazione degli strumenti finanziari e che diventano inapplicabili proprio per effetto della stessa. Il riferimento è, per quello che qui interessa, proprio alle modalità tramite cui costituire il pegno su tali titoli che, quale vincolo impresso sugli stessi, limita le facoltà proprie del titolare degli strumenti finanziari oggetto di garanzia. Dalla regola emergente dal combinato disposto degli artt. 1997 e 2786 cod. civ. si ricava che, ai fini della costituzione del vincolo sullo strumento finanziario, sarebbe necessaria l'annotazione del peso sullo stesso ed il suo spossessamento cosa che, evidentemente, è incompatibile con il regime di dematerializzazione<sup>17</sup>. Da un lato, infatti, viene meno la possibilità di annotare il vincolo su un titolo che non esiste in *rerum natura* e, dall'altro, risulta apparentemente incompatibile con l'esistenza soltanto scritturale del titolo il fatto di poter prevedere uno "spossessamento" dello strumento finanziario da parte del creditore garantito. Si tratta, peraltro, di due elementi che letti alla luce delle disposizioni menzionate hanno una rilevanza fondamentale in termini di validità del vincolo e di opponibilità dello stesso a terzi.

Al di là dell'analisi delle peculiari disposizioni che disciplinano il fenomeno dell'apposizione di vincoli su strumenti finanziari dematerializzati, risulta quindi necessario verificare in che misura le disposizioni di dettaglio si discostino dai principi generali applicabili alla costituzione di pegno su beni materiali e come le stesse si collochino all'interno della crescente attenzione che il nostro ordinamento dedica alla figura dei c.dd. pegni non possessori.

**2.** – Al fine di poter inquadrare in maniera maggiormente agevole le problematiche connesse alla costituzione di pegno su strumenti finanziari in regime di dematerializzazione, appare opportuno in primo luogo soffermarsi molto brevemente sulle modalità, parzialmente differenti, con cui l'ordinamento si rapporta alle vicende relative agli strumenti finanziari necessariamente avvinti al regime di dematerializzazione rispetto a quelle che riguardano gli strumenti cartolari in gestione accentrata. Il rinvio per i se-

---

retto da E. Gabrielli, Giuffrè, 2015, 576 s.; R. LENER, *Art. 83 quinquies – 83 sexies TUF*, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. Gabrielli, cit., 592.

<sup>17</sup> La tematica è stata da lungo tempo affrontata dalla dottrina. Senza pretesa di esaustività, v. fra i primi commentatori, L. GUALANDI, *Il Monte titoli. Le operazioni*, Giuffrè, 1983, *passim*; G. MINERVINI, *Sistema Monte titoli e pegno di titoli di credito*, in *Banca borsa*, 1990, I, 145 ss.; E. GABRIELLI, *Il pegno "anomalo"*, Giuffrè, 1990, 26 ss.; R. LENER, *Prime osservazioni sulla gestione cartolarizzata dei titoli*, in *Banca borsa*, 1993, I, 695.



condi alle disposizioni che riguardano i primi, infatti, non fa venir meno le peculiarità che vanno tenute in considerazione proprio in relazione alla costituzione di un vincolo pignoratizio.

Va sul punto evidenziato che il novero degli strumenti finanziari che possono esistere solo in forma dematerializzata è estremamente ampio e racchiuso nel disposto dell'art. 83 *bis* TUF – che menziona i valori mobiliari regolati dalla legge italiana e ammessi alla negoziazione in una sede di negoziazione italiana o europea con il consenso dell'emittente – per come integrato e specificato dall'art. 34 del Regolamento unico sul *Prost-trading*<sup>18</sup>. Tale ambito di applicazione oggettivo<sup>19</sup> è però destinato ad essere in parte modificato per l'entrata in vigore dell'art. 3, par. 1 del Regolamento UE 909/2014 che, nel tentativo di uniformare la disciplina al livello europeo, afferma che “gli emittenti stabiliti nell'Unione che emettono o hanno emesso valori mobiliari ammessi alla negoziazione o negoziati in sedi di negoziazione provvedono affinché tali titoli siano rappresentati mediante scrittura contabile tramite accentramento o a seguito di emissione diretta in forma dematerializzata”<sup>20</sup>.

Gli strumenti finanziari ricadenti nel suddetto ambito di applicazione, quindi, devono

---

<sup>18</sup> Si tratta del Provvedimento Consob-Banca d'Italia del 13 agosto 2018. Ai sensi dell'articolo da ultimo citato, devono essere emessi in forma dematerializzata “a) gli strumenti del mercato monetario e le quote o azioni di un organismo di investimento collettivo negoziati o destinati alla negoziazione nei mercati regolamentati italiani o nei sistemi multilaterali di negoziazione italiani con il consenso dell'emittente; b) le azioni e altri titoli rappresentativi di capitale di rischio, le obbligazioni e altri titoli di debito, qualsiasi altro strumento finanziario che permetta di acquisire altri strumenti finanziari e i relativi indici, il cui emittente abbia altri strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati italiani, ovvero sia da considerarsi diffuso ai sensi dell'art. 108 del regolamento approvato con delibera CONSOB n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni e integrazioni; c) le obbligazioni e gli altri titoli di debito per i quali l'importo dell'emissione sia superiore a 150 milioni di euro”. Sul punto, v. E. LA SALA, *L'applicazione della distributed ledger technology all'emissione di strumenti finanziari di debito*, in *Società*, 2019, 717 ss.

<sup>19</sup> Va segnalato, per completezza, che l'art. 83 *bis*, comma 3, TUF prevede anche l'ipotesi di una dematerializzazione volontaria ad opera dell'emittente che, ove emetta strumenti finanziari non assoggettati a dematerializzazione obbligatoria, può comunque volontariamente assoggettarli a tale regime. La dottrina, già in relazione all'art. 28 del d.lgs. n. 213 del 1998, aveva distinto fra dematerializzazione ex lege, dematerializzazione per regolamento e dematerializzazione volontaria. In questo senso, M.C. CARDARELLI, *L'azione dematerializzata. Dallo statuto alla fattispecie*, Giuffrè, 2001, 6 ss.; B. LIBONATI, *L'impresa e le società. Lezioni di diritto commerciale*, Giuffrè, 2004, 120.

<sup>20</sup> L'art. 76, par. 2 del Regolamento UE 909/2014, Afferma che “l'articolo 3, paragrafo 1, si applica a decorrere dal 1 gennaio 2023 ai valori mobiliari emessi dopo tale data e a decorrere dal 1 gennaio 2025 a tutti i valori mobiliari”. Sul punto, v. le considerazioni di A. MESSORE, *Adeguamento al regolamento (UE) n. 909/2014 sui depositari centrali di titoli (CSDR) e ulteriori novità in materia di infrastrutture e servizi di post-trading*, cit.



essere assoggettati a gestione accentrata<sup>21</sup> e, ove di nuova emissione, devono essere emessi in forma dematerializzata cosa che impone all'emittente di individuare un unico depositario centrale<sup>22</sup> presso il quale aprire un conto nel quale confluiscono gli stessi<sup>23</sup>.

Va in primo luogo segnalato che, in applicazione del regime di dematerializzazione, si registra una fortissima responsabilizzazione degli intermediari e della società di gestione accentrata posto che ogni vicenda relativa agli strumenti finanziari, di fatto, passa proprio attraverso l'attività di tali soggetti. In questo senso è l'art. 83 *quater*, comma 1, TUF che impone che ogni operazione su tali titoli venga effettuata proprio per il tramite degli intermediari<sup>24</sup>.

A tal fine, la società di gestione accentrata<sup>25</sup> deve accendere su istanza dei singoli intermediari conti intestati agli stessi nei quali verranno registrati tutti i movimenti relativi agli strumenti finanziari depositati da quell'intermediario<sup>26</sup>. Dal canto loro, i singoli intermediari che siano stati incaricati dello svolgimento del servizio dovranno accendere conti separati per ogni cliente nei quali annotare le movimentazioni dei titoli ed i vincoli sugli stessi gravanti<sup>27</sup>.

Sulla scorta di tale sistema<sup>28</sup>, quindi, il titolare del conto su cui avvenga la registrazione dello strumento finanziario potrà esercitare tutti i diritti patrimoniali ed amministrativi portati dal titolo – esercizio consentito sulla scorta delle comunicazioni e delle

---

<sup>21</sup> La dematerializzazione di strumenti finanziari cartolari avviene, attualmente, ai sensi degli artt. 34 e 35 del Regolamento sul *Post-trading*. Tali strumenti finanziari devono essere immessi in un sistema accentrato con contestuale annullamento dei documenti cartacei che originariamente li rappresentavano.

<sup>22</sup> Cfr., M. SEPE, *Le strutture e i servizi per il regolamento delle operazioni*, cit., 779.

<sup>23</sup> V. l'art. 37 del Regolamento unico sul *Post-trading*. A conclusione della fase di collocamento, poi, l'emittente potrà indicare gli intermediari ai quali accreditare gli strumenti finanziari. In dottrina, M. CIAN, *La dematerializzazione degli strumenti finanziari*, in *Banca borsa*, 2007, 641 ss.

<sup>24</sup> Trattasi, infatti, di una gestione necessariamente accentrata. Cfr., M. CIAN, *Titoli dematerializzati e circolazione cartolare*, cit., 23.

<sup>25</sup> Sul regime autorizzatorio che riguarda tali soggetti e sulle caratteristiche degli stessi, v. S. CARMIGNANI, *La gestione accentrata di strumenti finanziari*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli e V. Santoro, Giappichelli, 1999, 480; M. SEPE, *Le strutture e i servizi per il regolamento delle operazioni*, cit., 771 ss.

<sup>26</sup> Così, l'art. 83 *quater*, comma 2, TUF Il conto, quindi, raccoglie indistintamente tutti gli strumenti finanziari gestiti per il tramite dell'intermediario. E. LA SALA, *L'applicazione della distributed ledger technology all'emissione di strumenti finanziari di debito*, cit., 718; E.M. MASTROPAOLO, *Dematerializzazione (Strumenti finanziari)*, in *Dig. disc. Priv., Sez. comm.*, Agg. III, Utet, 2007, 238.

<sup>27</sup> V., l'art. 83 *quater*, comma 3, TUF. M. CIAN, *La dematerializzazione degli strumenti finanziari*, cit., 647, il quale parla di un sistema "piramidale".

<sup>28</sup> Su cui, N. SALANITRO, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, in *Banca borsa*, I, 2009, 1 ss.



certificazioni rilasciate dall'intermediario stesso<sup>29</sup> – e, ove la registrazione sia avvenuta in buona fede e in forza di un titolo idoneo, risulta al sicuro da pretese o azioni esperibili dai precedenti titolari degli strumenti finanziari o da coloro che vantino diritti confliggenti<sup>30</sup>. Il sistema delle registrazioni, dunque, appare sostitutivo di tutti quegli effetti che, in assenza di un regime di dematerializzazione, avrebbe prodotto la consegna ed il possesso materiale dello strumento finanziario cartolare<sup>31</sup>.

Nel caso invece in cui gli strumenti finanziari non risultino assoggettati all'obbligo di dematerializzazione e possano, quindi, esistere in forma documentale, viene comunque prevista la possibilità di agevolare la circolazione degli stessi ricorrendo alla loro gestione accentrata. L'accesso ad un regime di gestione accentrata passa, in questi casi, necessariamente tramite il deposito degli strumenti finanziari presso un intermediario che viene autorizzato da parte del depositante, tramite un accordo necessariamente scritto, ad effettuare il c.d. subdeposito degli strumenti presso un depositario centrale<sup>32</sup>. Si tratta di un deposito regolare – per espressa previsione di legge<sup>33</sup> – ed alla rinfusa<sup>34</sup> in funzione del quale da un lato, il depositario centrale non acquista alcun diritto dominicale sugli strumenti finanziari depositati né ha alcuna facoltà di disporre<sup>35</sup> e che, dall'altro, dà diritto al titolare degli strumenti finanziari di ottenere per il tramite dell'intermediario la riconsegna non degli stessi titoli depositati ma di un corrispondente quantitativo di strumenti finanziari della medesima specie depositati presso il depositario centrale<sup>36</sup>.

---

<sup>29</sup> Ciò sulla scorta del disposto dell'art. 83 *quinquies*, comma 3, TUF, secondo il quale “la legittimazione all'esercizio dei diritti indicati nel comma 1 è attestata dall'esibizione di certificazioni o da comunicazioni all'emittente, rilasciate o effettuate dagli intermediari, in conformità alla proprie scritture contabili, in favore del soggetto a cui spetta il diritto e recanti l'indicazione del diritto sociale esercitabile”.

<sup>30</sup> In questo senso si pronuncia l'art. 83 *quinquies*, comma 2, TUF il quale, evidentemente, riprende la regola codicistica del c.d. possesso vale titolo di cui all'art. 1153, comma 1, cod. civ. sostituendo, però, all'acquisizione del possesso prevista dal codice civile la registrazione dello strumento finanziario dematerializzato all'interno del conto. Riflette sul punto M. CIAN, *Dematerializzazione degli strumenti finanziari e “possesso” della registrazione in conto*, in *Banca borsa*, 2002, 165 ss.; G.P. LA SALA, *Disciplina del possesso e acquisto di buona fede in regime di dematerializzazione*, in *Riv. dir. soc.*, 2004, 1391 ss.; M. CALLEGARI, *Il pegno su titoli dematerializzati*, cit., 53.

<sup>31</sup> V., B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Giuffrè, 1999, 125.

<sup>32</sup> Art. 85, comma 2, TUF.

<sup>33</sup> Art. 85, comma 3, TUF.

<sup>34</sup> M. SEPE, *Le strutture e i servizi per il regolamento delle operazioni*, cit., 783; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 10<sup>a</sup> ed., Giappichelli, 2020, 350 s.

<sup>35</sup> Fatte salve le eccezioni di cui all'art. 85, comma 3, TUF che legittimano il depositario centrale ad esercitare le azioni relative alla distruzione, sottrazione e smarrimento dei titoli nonché ad effettuare tutte le operazioni inerenti alla gestione dei titoli stessi.

<sup>36</sup> Così, l'art. 86, comma 1, TUF.



3. – Fatte queste brevi premesse, va subito posto in risalto l’impatto che il regime di dematerializzazione e di gestione accentrata ha sulla costituzione di vincoli sugli strumenti finanziari. Come immaginabile dalle osservazioni che precedono, anche il sistema dei vincoli sui suddetti strumenti finanziari transita necessariamente attraverso lo strumento dell’annotazione del vincolo che, nelle disposizioni speciali, dovrebbe sostituire i classici adempimenti per la costituzione del pegno – annotazione sul titolo e spossessamento – rese impossibili per l’assenza della *chartula*.

Anche tale profilo è però stato interessato da un profondo fermento normativo che solo a seguito dell’emanazione del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 – che ha unificato nel TUF le disposizioni che disciplinano la tematica –, ha trovato una maggiore omogeneità.

Prima di tale intervento normativo, infatti, per gli strumenti finanziari dematerializzati la costituzione del vincolo avveniva ai sensi dell’art. 34 del d.lgs. n. 213/1998 con la registrazione in apposito conto (il c.dd. conti-vincoli) tenuto dall’intermediario<sup>37</sup>. Le disposizioni allora vigenti che il TUF dedicava alla gestione accentrata di strumenti finanziari cartolari, facevano invece riferimento alla necessaria iscrizione del vincolo in un apposito registro tenuto dal depositario<sup>38</sup> da cui dipendevano gli effetti propri della costituzione del vincolo sul titolo<sup>39</sup>. Uno scarto normativo che, non senza critiche da parte della dottrina<sup>40</sup>, ritrovava una sua unitarietà grazie alle disposizioni regolamentari che, allora integrate dal Regolamento Consob n. 11768/1998, imponevano senza alcuna differenza fra le distinte ipotesi, l’obbligo per l’intermediario di accendere “appositi conti destinati a registrare per ogni titolare di conto gli strumenti finanziari di sua pertinenza gravati da vincoli”<sup>41</sup>. Ciò aveva prodotto incertezze circa le modalità di costituzione del vincolo sugli strumenti finanziari cartolari in gestione accentrata poiché veniva a determinarsi un conflitto fra normativa primaria – l’allora vigente art. 87 TUF – che prevedeva la costituzione del vincolo tramite iscrizione nel registro; e la normativa regolamentare che, invece, richiedeva la registrazione nel conto-vincoli anche per tali strumenti finanziari<sup>42</sup>.

---

<sup>37</sup> V., sul punto, F. DELL’ANNA MISURALE, *Profili evolutivi della disciplina del pegno*, Esi, 2004, 136 ss.

<sup>38</sup> Così l’art. 87 comma 1, TUF nella sua formulazione precedente al 2010.

<sup>39</sup> In questo senso, l’art. 87, comma 2, TUF allora vigente.

<sup>40</sup> Sul punto S. POLI, *Il pegno di azioni*, cit., 246 ss.; F. BRIOLINI, *I vincoli sui titoli di credito*, Giappichelli, 2002, 278; G.P. LA SALA, *Disciplina del possesso e acquisto di buona fede in regime di dematerializzazione*, cit., 1425.

<sup>41</sup> Ciò ai sensi dell’art. 45, comma 1, del Regolamento Consob 11768/1998.

<sup>42</sup> La dottrina appariva divisa su tale profilo. Secondo una parte, infatti, in entrambi i casi la costituzione





Tale dicotomia, in un primo momento erosa al livello di normativa primaria grazie al disposto dell'art. 9, comma 2 del d.lgs. 12 aprile 2001, n. 210<sup>43</sup>, viene definitivamente superata proprio grazie al citato d.lgs. n. 27/2010 che, pur con le successive modifiche, riconsegna all'interprete l'attuale quadro normativo della materia<sup>44</sup>.

La disposizione intorno alla quale ruota la costituzione di vincoli sugli strumenti finanziari è, oggi, l'art. 83 *octies* TUF che, in totale sintonia con quanto disponeva l'art. 34 del d.lgs. n. 213/1998, prevede da un lato che “i vincoli di ogni genere sugli strumenti finanziari disciplinati dalla presente sezione [...] si costituiscono unicamente con le registrazioni in apposito conto tenuto dall'intermediario”<sup>45</sup> e, dall'altro, che gli intermediari possono accendere specifici conti finalizzati alla costituzione di vincoli sull'insieme degli strumenti finanziari negli stessi contenuti con l'obbligo di conservare “l'integrità del valore del vincolo”<sup>46</sup>.

Nonostante la disposizione si riferisca solo agli strumenti finanziari in regime di dematerializzazione, la stessa risulta applicabile anche agli strumenti finanziari cartolari in gestione accentrata stante, per questi ultimi, il rinvio contenuto all'art. 85, comma 1, TUF proprio alle disposizioni relative agli strumenti finanziari dematerializzati in assenza di più puntuali e specifici riferimenti normativi<sup>47</sup>. Scompare quindi, allo stato attuale, qualunque differenza sostanziale fra strumenti finanziari dematerializzati e strumenti finanziari cartolari in regime di gestione accentrata circa la costitu-

---

del vincolo doveva avvenire tramite la registrazione nell'apposito conto. In questo senso, M.C. CARDARELLI, *L'azione dematerializzata*, cit., 168. In senso contrario, invece, S. POLI, *Il pegno di azioni*, cit., 246 ss.; F. BRIOLINI, *I vincoli sui titoli di credito*, cit., 279 i quali, con sicuro sostegno nella gerarchia delle fonti, ritengono che a prevalere fosse il disposto dell'art. 87 TUF.

<sup>43</sup> Tale disposizione, richiamava l'applicabilità delle disposizioni relative al trasferimento ed alla costituzione di vincoli su strumenti finanziari dematerializzati anche a quelli cartacei in gestione accentrata. La disposizione in parola, però, non modificava l'allora vigente art. 87 TUF che in relazione agli strumenti finanziari in gestione accentrata continuava a richiedere l'iscrizione nel registro dei vincoli del quale, però, diventava del tutto incerta la funzione. Cfr., sul punto, M.C. CARDARELLI, *L'azione dematerializzata*, cit., 173 ss.

<sup>44</sup> Si veda, per un riferimento generale, P. MARANO, *Artt. 83 octies*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Giuffrè, 2016, 3715 ss.

<sup>45</sup> Art. 83 *octies*, comma 1, TUF Tale disposizione primaria trova la sua specificazione nell'art. 56 del Regolamento unico sul *Post-trading* del 2018 nel quale vengono dettagliate le tipologie di informazioni che devono risultare nel conto in relazione al vincolo apposto sullo strumento finanziario.

<sup>46</sup> Art. 83 *octies*, comma 2, TUF Anche in questo caso, disposizioni di maggior dettaglio si rinvergono all'art. 57 del Regolamento unico sul *Post-trading* del 2018.

<sup>47</sup> R. LENER, *Art. 87*, in *Le società per azioni*, cit., 3794; F. MARTORANO, *Titoli di credito dematerializzati*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Giuffrè, 2020, 311 ss.



zione di vincoli che, dunque, si costituiscono unicamente tramite registrazione in apposito conto<sup>48</sup>.

Al netto delle identiche modalità di costituzione dei vincoli, la perdurante presenza di strumenti finanziari cartolari da assoggettare volontariamente a gestione accentrata impone, anche in questo caso, di prevedere disposizioni che tengano in considerazione le specificità derivanti dall'immissione in gestione accentrata di strumenti finanziari già gravati da vincoli o dalla contrapposta ipotesi di ritiro dal sistema di gestione accentrata di titoli che risultino gravati da vincoli. I vincoli apposti sul titolo prima della sua immissione in gestione accentrata si trasferiscono senza effetti novativi<sup>49</sup>, per effetto della girata al depositario centrale, sui diritti del depositante<sup>50</sup>. In caso di ritiro degli strumenti finanziari dal sistema di gestione accentrata, si manifesta l'esigenza di riannotare il vincolo sui certificati evidenziando la data di costituzione<sup>51</sup>.

Si tratta quindi, in generale, di un sistema da alcuni definito come “para-mobiliare” nel quale la registrazione contabile rappresenta lo strumento che, in sostituzione dello spossessamento, dovrebbe assicurare l'indisponibilità del bene mobile oggetto di garanzia da parte del debitore<sup>52</sup>. Ciò è però possibile solo tramite il coinvolgimento di un ter-

---

<sup>48</sup> P. MARANO, *Artt. 83 octies*, cit., 3760. Per quanto riguarda gli strumenti finanziari cartolari in gestione accentrata, tale assetto normativo, in line peraltro con quello previgente, permette la costituzione di vincoli senza che lo strumento finanziario venga ritirato dal sistema di gestione accentrata. Pur se con riferimento alla previgente normativa, v. F. DELL'ANNA MISURALE, *Profili evolutivi della disciplina del pegno*, cit., 135 s., la quale “la disposizione assicura, quindi, la possibilità di costituire nuovi vincoli senza procedere al previo ritiro degli strumenti finanziari dal sistema, stabilendo che la garanzia possa sorgere fuori dalla *chartula*, prescindendo anche dall'iniziale attuazione sul titolo nel senso dell'art. 1997 cod. civ.”.

<sup>49</sup> Il Regolamento unico sul *Post-trading* del 2018 specifica all'art. 56, comma 3 che “Gli effetti dell'iscrizione dei vincoli sorti anteriormente all'immissione degli strumenti finanziari nella gestione accentrata retroagiscono al momento della costituzione del vincolo stesso”.

<sup>50</sup> Art. 87, comma 1, TUF che specifica che “le annotazioni dei vincoli sui certificati si hanno per non apposte; di ciò è fatta menzione sul titolo”. Cfr., pur se con riferimento alla precedente normativa ma con considerazioni da ritenersi attuali, R. LENER, *Monte Titoli*, in *Dig. disc. Priv., Sez. comm.*, X, Utet, 1994, 97.

<sup>51</sup> F. DELL'ANNA MISURALE, *Profili evolutivi della disciplina del pegno*, cit., 136 la quale fa riferimento ad una nuova cartolarizzazione del vincolo secondo quanto risulta nel conto.

<sup>52</sup> Così F. MARTORANO, *Titoli di credito dematerializzati*, cit., 322, il quale aggiunge che “prima della registrazione il creditore non vanterà alcuna posizione giuridica preferenziale sugli strumenti finanziari, e soccomberà di fronte ad un eventuale acquirente per giroconto, ovvero ai creditori che abbiano promosso procedure esecutive o cautelari su di essi. Per converso, una volta effettuata la registrazione, il creditore pignoratizio godrà della protezione di cui all'art. 83 *quinquies*, comma 2, sia nei confronti del terzo titolare degli strumenti finanziari costituiti in pegno dal *non dominus*, sia nei confronti di coloro a cui favore il pegno sia stato costituito con scrittura di data certa anteriore.



zo soggetto – l’intermediario – obbligato ad erogare il proprio servizio in ossequio ai vincoli stabiliti sugli strumenti finanziari<sup>53</sup>.

Tali affermazioni, a prima vista poco conciliabili con le classiche modalità di costituzione del pegno, vengono in parte stemperate dalla considerazione secondo cui gli strumenti finanziari, pur nella loro veste dematerializzata, sono *res* che incorporano diritti. La dematerializzazione non vuol dire infatti scomparsa di una rappresentazione fisica dello strumento, ma una nuova forma di rappresentarlo non più consistente nella *chartula* – che permette allo strumento finanziario di circolare, pur con le dovute peculiarità, secondo le regole dei beni mobili – ma, al contrario, nella registrazione contabile<sup>54</sup>.

Che lo spossessamento di cui all’art. 2786 cod. civ. sia un elemento fondamentale per la costituzione di vincoli su beni mobili e che a questo si uniscano, per i titoli, le formalità desumibili dall’art. 1997 cod. civ. è dato che, al di fuori delle disposizioni di settore analizzate non può essere contestato<sup>55</sup>. Il problema da porsi è, quindi, verificare come tali disposizioni settoriali si collochino rispetto alle norme generali che individuano nello spossessamento – in favore del creditore o di un terzo – lo strumento necessario ad evitare che il debitore possa disporre del bene oggetto di pegno facendo venir meno la garanzia<sup>56</sup>.

Se dunque la funzione dello spossessamento è quella di sottrarre alla disponibilità del debitore il bene mobile oggetto di garanzia<sup>57</sup> lo stesso obiettivo potrebbe essere raggiunto tramite accorgimenti diversi<sup>58</sup>.

Se in assenza di vincoli sugli strumenti dematerializzati o in gestione accentrata il titolare ne esercita il possesso necessariamente tramite l’intermediario – stante l’impossibilità di effettuare operazioni di gestione senza l’intervento di tale ultimo soggetto pro-

---

<sup>53</sup> In questo senso, M. CIAN, *La gestione accentrata degli strumenti finanziari dopo la novella del 2010*, in *Nuove leg. civ. comm.*, 2012, 109, il quale evidenzia “Attraverso la tecnica delle registrazioni contabili, la disciplina in esame adotta sostanzialmente un modello para-mobiliare, assolvendo con meccanismi documentali alle funzioni proprie della movimentazione fisica (apprensione, consegna) del bene, e costituendo in capo all’intermediario l’obbligo di svolgere il proprio servizio inerente alla gestione dell’evidenziazione contabile, nel rispetto del peso annotato”.

<sup>54</sup> Cfr., sul punto, F. SARTORI, *Dematerializzazione degli strumenti finanziari*, cit., 286; M. CALLEGARI, *Il pegno su titoli dematerializzati*, cit., 80 ss.

<sup>55</sup> V., sul punto F. BRIOLINI, *I vincoli sui titoli di credito*, cit., 91 ss.

<sup>56</sup> M. CALLEGARI, *Il pegno su titoli dematerializzati*, cit., 178 e 181.

<sup>57</sup> Per tale ricostruzione funzionale v. le ormai risalenti, ma sempre attuali, osservazioni di E. GABRIELLI, *Il pegno “anomalo”*, cit., 181 ss.; ID., *I negozi costitutivi di garanzie reali*, in *Banca borsa*, 1996, I, 149 ss.

<sup>58</sup> Lo ammette la stessa giurisprudenza proprio in relazione alla costituzione del pegno su strumenti finanziari dematerializzati. V., sul punto, Cass. 27 ottobre 2006, n. 23268, in *Banca borsa*, 2008, II, 308.



fessionale –, con la creazione del vincolo e la contestuale collocazione dello strumento finanziario oggetto di garanzia all'interno di un apposito conto-vincoli, il proprietario del titolo ne viene “spossessato” in quanto lo strumento finanziario viene affidato ad un terzo<sup>59</sup> – sempre l'intermediario – obbligato però questa volta ad osservare, sotto la propria responsabilità, le preclusioni portate dal vincolo<sup>60</sup>. Lo spossessamento si concretizza, in tali casi, nella perdita del “potere sulla cosa” il quale subisce le restrizioni proprie del vincolo sulla stessa gravante<sup>61</sup>.

È evidente che, in un sistema di tal genere, l'intermediario diventa soggetto responsabile della conservazione della garanzia visto che il proprietario degli strumenti finanziari può esercitare i diritti inerenti gli stessi solo tramite l'intermediario e nei limiti nei quali tali diritti sono disponibili o esercitabili<sup>62</sup>. In tali circostanze, quindi, si configurerebbe per il creditore pignoratizio una tutela di natura obbligatoria verso eventuali condotte illegittime dell'intermediario che, in violazione degli obblighi sullo stesso gravanti, pregiudicassero la possibilità per il soggetto garantito di soddisfare le proprie pretese creditorie. Secondo una parte della dottrina, alla luce di quanto detto, l'iscrizione nel conto-vincoli dello strumento finanziario acceso presso l'intermediario configurerebbe quindi una ipotesi di deposito a scopo di garanzia<sup>63</sup>.

**4.** – Se sotto il profilo della costituzione del pegno su titoli dematerializzati non sembrano evidenziarsi attriti insormontabili con la disciplina generale prevista nel codice civile, apparentemente più problematico appare il profilo c.d. “pubblicitario” del vincolo. Una parte della dottrina civilistica ha infatti comunemente assegnato allo spossessamento non solo la funzione di rendere indisponibile il bene per il debitore, ma anche di rendere esternamente percepibile ai terzi interessati la presenza di un vincolo<sup>64</sup>.

---

<sup>59</sup> Cfr., sul punto, le considerazioni di E. GABRIELLI, *Il pegno*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da R. Sacco, Utet, 2005, 254 s.

<sup>60</sup> Cfr., l'art. 83 *octies*, comma 2, TUF.

<sup>61</sup> Cfr., A. PAVONE LA ROSA, *La gestione accentrata di valori mobiliari: sua incidenza sulla circolazione cartolare dei titoli*, cit., 294 s.

<sup>62</sup> F. BRIOLINI, *I vincoli sui titoli di credito*, cit., 15 ss.; M.C. CARDARELLI, *L'azione dematerializzata. Dallo statuto alla fattispecie*, cit., 165 ss.

<sup>63</sup> M. CALLEGARI, *Il pegno su titoli dematerializzati*, cit., 187 ss.

<sup>64</sup> G. GORLA-P. ZANELLI, *Del pegno. Delle ipoteche*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Zanichelli-Società editrice del Foro italiano, 1992, 67.



Si tratta di una affermazione che, come rilevato da altra dottrina<sup>65</sup>, non sembra assolutamente rilevante ai fini dell'opponibilità del pegno ma appare aver condizionato le riflessioni della dottrina sul pegno gravante su strumenti finanziari.

Non è un caso che, nella previgente disciplina, una parte della dottrina abbia interpretato la presenza dell'annotazione nel registro dell'intermediario – che insieme alla registrazione nel conto-vincoli veniva richiesta per i soli strumenti finanziari cartolari immessi in gestione accentrata –, quale vera e propria forma di pubblicità che segnava l'opponibilità del vincolo ai terzi<sup>66</sup>. Ciò aveva spinto una parte della dottrina a ritenere che il sistema delineato dalle disposizioni speciali andasse di fatto a soddisfare sia il requisito dello “spossessionamento” che quello della pubblicità esterna del vincolo che, dunque, risultava sicuramente opponibile a terzi che non potevano evocare la propria buona fede a sostegno dell'acquisto di diritti incompatibili con il vincolo<sup>67</sup>. Una posizione che, tuttavia, non risultava del tutto persuasiva in primo luogo per il fatto che tale “registro” non era previsto per la costituzione di vincoli su strumenti finanziari dematerializzati e, dall'altro, che tali registri non risultavano accessibili liberamente al pubblico così facendo venir meno qualunque funzione di conoscenza in favore di terzi<sup>68</sup>.

Tali critiche appaiono ancor più fondate se lette alla luce dell'attuale disciplina che, come ricordato sopra, prevede quale unica formalità richiesta per la costituzione di vincoli su strumenti finanziari sia dematerializzati che cartolari immessi in gestione accentrata<sup>69</sup>, la registrazione in apposito conto tenuto dall'intermediario ai sensi dell'art. 83 *octies* TUF. Né risulta in alcun modo ipotizzabile che tale registrazione possa assolvere

---

<sup>65</sup> S. PUGLIATTI, *La trascrizione*, I, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Giuffrè, 1957, 290 ss.; D. RUBINO, *Il pegno*, in *Trattato di diritto civile italiano*, diretto da Vasalli, XIV, t. 2, Utet, 1956, 222; S. GISOLFI, *Il punto sull'ammissibilità del patto di rotatività nel pegno*, in *Riv. not.*, 2006, 856. Sul punto v., pure, D. MESSINETTI, *Le strutture formali della garanzia mobiliare*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1991, 790 ss.

<sup>66</sup> Così, G. MINERVINI, *Sistema Monte titoli e pegno di titoli di credito*, cit., 148; G. OPPO, *Mandato ad acquistare azioni versate alla Monte Titoli e fallimento del mandatario*, in *Riv. dir. impr.*, 1991, 10; B. LIBONATI, *L'impresa e la società. Lezioni di diritto commerciale*, cit., 118.

<sup>67</sup> M. CALLEGARI, *Il pegno su titoli dematerializzati*, cit., 195. Si vedano, sul punto, pure le osservazioni di M. FRANCESCA, *Pubblicità e nuovi strumenti di conoscenza*, Esi, 2003, 203 ss. la quale evidenzia la presenza di nuove forme con le quali rendere esternamente percepibile l'apprensione del bene anche in maniera virtuale. Sembra di tale avviso anche C. ABATANGELO, *Le nuove garanzie mobiliari tra realtà e obbligatorietà del vincolo*, Cedam, 2012, 66 ss.

<sup>68</sup> F. BRIOLINI, *I vincoli sui titoli di credito*, cit., 279 ss.

<sup>69</sup> Ovviamente, se il vincolo insiste sullo strumento finanziario prima della sua immissione nel sistema di gestione accentrata, si applicherà – come ricordato sopra – quanto disposto dall'art. 87 TUF Sul punto, v. F. ACCETTELLA, *La costituzione del pegno su strumenti finanziari dematerializzati*, in *Banca borsa*, 2014, 562 s.



alle funzioni di “pubblicità” risultando, alla pari del “registro” ormai abrogato, al di fuori della conoscibilità dei terzi<sup>70</sup>.

Come sopra detto, però, non sembra che gli aspetti “pubblicitari” abbiano una qualche rilevanza ai fini del corretto funzionamento del vincolo pignoratizio. Lo spossessamento – tanto effettivo (nei beni mobili) quanto funzionale (negli strumenti finanziari) – non assolve ad alcuna forma di pubblicità non essendo idoneo a dare a terzi soggetti alcuna evidenza della presenza o del contenuto del vincolo. I terzi, cioè, percepiranno come proprietario del bene mobile colui che appare avere la sua disponibilità a prescindere dal fatto che sia il legittimo proprietario, che sia il creditore pignoratizio che ne ha la disponibilità per aver spossessato il debitore o che sia il terzo al quale il bene mobile oggetto di pegno sia stato affidato ai sensi dell’art. 2786, comma 2, cod. civ. Il terzo che acquisti in buona fede in base ad un titolo astrattamente idoneo e consegua il possesso del bene, ne sarà proprietario ai sensi dell’art. 1153 cod. civ. A soluzioni non dissimili dovrebbe giungersi, nell’attuale quadro normativo, nelle ipotesi in cui un terzo acquirente di buona fede ottenga l’iscrizione degli strumenti finanziari gravati da pegno sul proprio conto diventandone, quindi, legittimo proprietario<sup>71</sup>.

Le disposizioni speciali relative ai vincoli su strumenti finanziari dematerializzati, quindi, sembrano piuttosto riavvicinare la disciplina del pegno su tali valori alle regole comuni dettate per il pegno su beni mobili e la allontanano, invece, da quella del pegno su titoli cartolari che non vengano immessi in gestione accentrata. Per tale ultima e residuale fattispecie, infatti, le disposizioni generali prevedono un sistema molto più garantista richiedendo da un lato lo spossessamento e, dall’altro, l’annotazione sul titolo che, questa sì, è in grado di creare una relazione diretta fra *chartula* e vincolo sulla stessa impresso<sup>72</sup>.

---

<sup>70</sup> M. CIAN, *La dematerializzazione degli strumenti finanziari*, cit., 696, nota n. 187.

<sup>71</sup> Lo rileva F. MARTORANO, *Titoli di credito dematerializzati*, cit., 321 s., nota 35 ove evidenzia che l’assenza di un formale richiamo a quanto dispone l’art. 1153, comma 1, cod. civ. “non consente di dedurre che a colui il quale ha ottenuto in buona fede la registrazione a favore possano essere opposti vincoli incidenti sugli strumenti finanziari acquistati. Invero, l’esigenza che è alla base della norma codicistica, ossia quella di garantire la sicurezza della circolazione, non si può non ritenere ricorrente anche nella sanatoria della circolazione irregolare degli strumenti finanziari dematerializzati, onde i vincoli sugli stessi si estingueranno nel caso in cui l’acquirente a non domino consegua la registrazione a favore ignorandone senza colpa l’esistenza. Del resto la formula dell’art. 83 *quinquies*, comma 2, che pone l’acquirente di buona fede in base a titolo idoneo immune da «azioni e pretese da parte di precedenti titolari» può ritenersi comprensiva anche di pretese e azioni inerenti diritti limitati”. Sul punto, pure, F. BRIOLINI, *I vincoli sui titoli di credito*, cit., 324 ss.; G.P. LA SALA, *Disciplina del possesso e acquisto di buona fede in regime di dematerializzazione*, cit., 1424 ss.; M. CIAN, *La dematerializzazione degli strumenti finanziari*, cit., 696.

<sup>72</sup> M. CALLEGARI, *Il pegno su titoli dematerializzati*, cit., 194, la quale fa notare la differenza sussistente fra annotazione del vincolo sul titolo e registrazione in conto del vincolo.



Le disposizioni analizzate, invece, sostituiscono l'annotazione del vincolo sullo strumento cartolare (percepibile da eventuali terzi acquirenti del bene) con la registrazione in un apposito conto-vincoli che, pur non essendo conoscibile da eventuali terzi, responsabilizza però l'intermediario finanziario presso il quale gli strumenti finanziari sono depositati. Tale soggetto, infatti, è obbligato a prestare i propri servizi in conformità con i vincoli impressi sugli strumenti finanziari rispondendo di eventuali danni derivanti da proprie azioni o omissione che, non tenendo in considerazione la presenza del vincolo, vadano a frustrare l'interesse del creditore pignoratorio alla prelazione sugli strumenti finanziari gravati da pegno<sup>73</sup>. Non va infatti dimenticato che tutti i diritti incorporati dallo strumento finanziario possono essere esercitati, in caso di dematerializzazione o di gestione accentrata, solo tramite rilascio di certificati o di comunicazioni all'emittente che, su istanza dell'interessato, vengano rilasciate o effettuate da parte dell'intermediario. Ai sensi dell'art. 83 *novies*, lett. g), TUF, nel caso in cui l'intermediario debba effettuare le suddette comunicazioni o debba rilasciare le suddette certificazioni, “segnala all'emittente i vincoli sugli strumenti finanziari iscritti ai sensi dell'articolo 83-*octies*”<sup>74</sup>.

5. – Nonostante le indubbie peculiarità connesse alla creazione di vincoli pignorati su strumenti finanziari dematerializzati, si ritiene dunque che tali disposizioni rappresentino sicuramente una deroga necessaria a quanto dispone il combinato disposto degli artt. 1997 cod. civ. e 2786 cod. civ. per i titoli cartolari, ma determini un riavvicinamento della fattispecie analizzata alla disciplina comune del pegno su beni mobili e, in particolare, all'ipotesi in cui lo spossessamento del bene oggetto di garanzia avvenga tramite consegna dello stesso ad un terzo e non direttamente al creditore<sup>75</sup>.

Alla base di tale scelta normativa, come detto, vi sono ragioni connesse all'esigenza di

---

<sup>73</sup> Cfr., DE LUCA, *Res que tangi non possunt (a proposito di dematerializzazione, pegno e individuazione del bene)*, in *Banca borsa*, 2008, II, 319.

<sup>74</sup> Sulla problematica relativa all'individuazione del soggetto a cui spetti l'esercizio dei diritti portati dallo strumento finanziario in caso di apposizione di pegno sullo stesso, v. l'art. 41, comma 5 del Regolamento unico sul *Post-trading*, il quale recita che “Nel caso di pegno, di usufrutto ovvero di riporto, legittimato ad avanzare la richiesta ai fini dell'esercizio dei diritti di cui agli articoli 2376 e 2415 del codice civile e 83-*sexies* e 146 del TUF, salvo convenzione contraria, è il creditore pignoratorio, l'usufruttuario ovvero il riportatore. La mancata conoscenza dell'esistenza di tale convenzione esonera gli intermediari da ogni relativa responsabilità”. In dottrina, v. S. POLI, *Il pegno di azioni*, cit., 255 ss.; F. MARTORANO, *Titoli di credito dematerializzati*, cit., 316 ss. In generale, M. ARRIGONI, *Gestione accentrata di strumenti finanziari dematerializzati e legittimazione all'esercizio del diritto al risarcimento del danno*, in *Banca, borsa*, 2020, 637 ss.

<sup>75</sup> V. *supra*.



adattare le regole del pegno al venir meno della *chartula* ed alla contestuale acquisizione di una nuova “forma di essere” degli strumenti finanziari i quali, come detto, risulteranno da registrazioni in conti tenuti dagli intermediari. La presenza della necessità di rendere più sicuri, rapidi ed agevoli gli scambi su beni che, per esprimere in maniera piena tutto il proprio “valore” economico, devono essere messi nella condizione di poter circolare rapidamente, ha reso il pegno su strumenti dematerializzati terreno estremamente fertile per sperimentare una delle prime<sup>76</sup> forme legali di rotatività di tale garanzia<sup>77</sup>.

Per pegno rotativo si intende, come noto, quella tipologia di garanzia pignorizia che permette la sostituzione del bene oggetto di garanzia senza che si generino effetti novativi. La sostituzione del bene, cioè, mantiene intatto il vincolo preesistente che decorrerà dal momento della sua originaria costituzione pur se insistente, nell’attualità, su un bene diverso rispetto a quello originariamente costituito in pegno<sup>78</sup>. Tale figura si è sviluppata proprio in relazione a tutti quei beni mobili che, al fine di conservare inalterato il proprio valore economico, devono necessariamente circolare e per i quali, di converso, la rigidità tipica del vincolo pignorizio si risolverebbe in una irragionevole compressione tanto delle facoltà del debitore – che non potrebbe utilizzare il “valore” espresso da quei beni per garantire i propri debiti –, quanto per il creditore pignorizio che, per effetto del

---

<sup>76</sup> Tale ipotesi è stata affiancata, nel tempo, da una molteplicità di ulteriori tipologie legali di pegno rotativo. Per una ricognizione generale, G. CHINÉ, *Pegno (pegno rotativo)*, in *Enc. giur.* Treccani, XXII, 2006, 1 ss.; C. ABATANGELO, *La clausola di rotatività del pegno: requisiti di efficacia e profili di responsabilità*, in *Resp. civ.*, 2011, 663 ss.; M. CENINI, *Garanzie atipiche*, in *Dig. disc. priv., Sez. civ., Agg. VIII*, Utet, 2013, 304 ss. Senza pretesa di esaustività, si pensi, in primo luogo, alla l. 24 luglio 1985, n. 401 sulla costituzione di pegno su prosciutti su cui v. E. GABRIELLI, *Garanzia “relativa”, vincoli su titoli di stato e disciplina del pegno*, in *Riv. dir. civ.*, 1992, 267 ss. Si veda, ancora, la l. 27 marzo 2001, n. 122 in materia di pegno su prodotti lattiero-caseari. Più di recente, v. il d.lgs. 3 maggio 2016, n. 59 avente ad oggetto la costituzione di pegno su beni mobili non registrati dell’impresa che siano inerenti all’esercizio dell’impresa stessa su cui v. F. PRETE, *Il finanziamento del settore agricolo e le opportunità del “nuovo” pegno mobiliare non possessorio*, in *Riv. dir. agr.*, 2017, 153 ss.; F. DELL’ANNA MISURALE, *La nuova garanzia mobiliare introdotta con L. n. 119 del 2016. Aspettando il registro informatizzato dei pegni non possessori*, in *Riv. dir. bancario*, 2018, 111 ss. ed in relazione al quale è stato recentemente pubblicato di Decreto del Ministero dell’economia e della finanza del 25 maggio 2021, n. 114, recante Regolamento concernente il registro dei pegni mobiliari non possessori e che istituisce presso l’Agenzia per le entrate il c.d. Registro dei pegni non possessori. Da ultimo, v. l’art. 78, comma 2 *duodecies* del d.l. 17 marzo 2020, n. 18 (c.d. Cura Italia) sul pegno non possessorio in agricoltura su cui fra i primi commentatori, T. RUMI, *Il pegno rotativo ‘agricolo’ nel decreto Cura Italia*, in *Dir. agr.*, 2020, 667 ss.; R. FRANCO, *Pegno ‘non-possessorio’ e ‘rotativo’ tra attività d’impresa e settore agricolo: costituzione ed effetti*, in *juscivile.it*, 2021, 2, 341 ss.

<sup>77</sup> V. C. SCARONI, *Le garanzie rotative*, in *Nuove leg. Civ. comm.*, 1999, 409 ss.; G.B. BARILLÀ, *Pegno rotativo e discipline anomale di pegno*, in *Studium iuris*, 2002, 371 ss.

<sup>78</sup> Cfr., E. GABRIELLI, *Le garanzie rotative*, in *I contratti del commercio, dell’industria e del mercato finanziario*, Utet, 1995, 853.





“congelamento” del bene oggetto di pegno, non vedrebbe pienamente conservato il valore dello stesso<sup>79</sup>.

Una evoluzione della disciplina del pegno<sup>80</sup> che, tendenzialmente, ha trovato accoglimento nella dottrina<sup>81</sup> e, pur se con qualche resistenza iniziale<sup>82</sup>, nella giurisprudenza<sup>83</sup> convinte, pur con molteplicità di posizioni, del fatto che la natura reale del pegno non possa porre in dubbio il fatto che il creditore sia interessato non tanto alla *res* su cui insiste quel diritto di garanzia ma, piuttosto, sul valore che la stessa esprime e, dunque, sulla sua utilità reale<sup>84</sup>. In tale ottica, quindi, non dovrebbe stupire la prospettività di fenomeni rotativi che, pur modificando la *res* oggetto del pegno, mantengano però intatto il valore della garanzia.

Come sopra accennato, la tendenziale ammissibilità che l'autonomia privata conferisca al pegno il carattere della rotatività, non ha impedito al legislatore di disciplinare specifici meccanismi di garanzia rotativa dei quali lo stesso art. 83 *octies*, comma 2, TUF – e normativa secondaria di attuazione – rappresenta espressione<sup>85</sup>. La norma ri-

---

<sup>79</sup> In merito, v. E. GABRIELLI, «*Pinocchio*», «*il grillo parlante*» e *il problema del pegno rotativo: spiegazioni... a richiesta (fra il serio e il faceto)*, in *Riv. not.*, 2002, 548 ss. Osservazioni sul punto in E. PATANIA, *Garanzie reali atipiche, anomale e pegno “rotativo”. Problemi di ammissibilità e disciplina*, in *Dir. e form.*, 2004, 421 ss. Sul punto, v. anche le riflessioni di U. MALVAGNA, *Sulle clausole di rotatività nel pegno: funzione «conservativa» del valore della garanzia e strutture decisionali delle sostituzioni*, in *Banca borsa*, 2014, 323 ss.

<sup>80</sup> Lo evidenzia, G.B. BARILLÀ, *Il pegno tra codice civile e legislazione speciale: in particolare sulla rotatività*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, 18 ss.

<sup>81</sup> *Contra*, però, v. le osservazioni di F. GAZZONI, *Il vestito dell'imperatore (replica “ossessiva” sul pegno rotativo)*, in *Riv. not.*, 2002, 563 ss.; S. DELLE MONACHE, *Una parola di presentazione (e qualche appunto sul pegno rotativo)*, in *Il pegno nei rapporti commerciali*, a cura di L. Bullo, G. Pavasini, A. Rizzieri e C. Sandei, Giuffrè, 2005, VII. La stessa giurisprudenza di è dimostrata restia, nelle prime pronunce, a riconoscere asilo alla figura in parola. V., sul punto, Fra le altre, Trib. Roma 21 luglio 1993, in *Banca borsa*, 1994, II, 532 ss.; Trib. Torino 1° giugno 1991, in *Giur. it.*, 1993, I, 2, 175; Trib. Torino 18 novembre 1992, in *Giur. it.*, 1993, I, 2, 193; Trib. Torino 31 marzo 1992, in *Banca borsa*, 1993, II, 48; Trib. Torino 31 marzo 1992, in *Giur. comm.*, 1993, II, 675.

<sup>82</sup> V. App. Roma 21 luglio 1993, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1994, II, 532; App. Roma 30 ottobre 1995, *ivi*, 1996, II, 183

<sup>83</sup> La sentenza alla quale si fa riferimento quale primo riconoscimento della validità del pegno rotativo è Cass. 28 maggio 1998, n. 5264, in *Banca borsa*, 1998, II, 485, con nota di A.M. AZZARO, *Il pegno “rotativo” arriva in Cassazione: ovvero come la dottrina diventa giurisprudenza*.

<sup>84</sup> Oltre alle opere sopra citate di E. Gabrielli, v. D. MESSINETTI, *Le strutture formali della garanzia mobiliare*, cit., 783 ss.; G. CHINÉ, *Il pegno «rotativo» tra realtà e consensualità*, in *Giur. it.*, 1996, 569 ss.; I. RAPISARDA, *La Cassazione torna ad occuparsi del c.d. pegno rotativo su titoli di credito*, in *Banca borsa*, 2016, 418 ss.

<sup>85</sup> Va ricordato che la disposizione da ultimo menzionata riproduce di fatto quanto disponeva l'art. 34, comma 2 del d.lgs. n. 213/1998.



chiamata permette infatti l'accensione di specifici conti con la funzione di consentire l'apposizione di vincoli sull'insieme degli strumenti finanziari in essi registrati, responsabilizzando l'intermediario in relazione alla conservazione del valore di tali strumenti e dell'esercizio dei diritti portati dagli stessi<sup>86</sup>. Tale disposizione viene integrata dall'art. 57 del Regolamento sul *Post-trading* che, dopo aver individuato gli elementi che devono risultare da tali conti<sup>87</sup>, specifica che "per gli strumenti finanziari registrati in conto in sostituzione o integrazione di altri strumenti finanziari registrati nel medesimo conto, a parità di valore, la data di costituzione del vincolo è identica a quella degli strumenti finanziari sostituiti o integrati".

Ciò che si ricava dalle disposizioni da ultimo menzionate è l'espressa possibilità di sostituire con efficacia retroattiva gli strumenti finanziari originariamente avvinti ad un vincolo pignoratorio con altri rispettando il valore dei beni che originariamente erano gravati dal vincolo e, dunque, apre la strada alla costituzione di garanzie rotative aventi ad oggetto strumenti finanziari dematerializzati<sup>88</sup>.

Emerge, quindi, la concezione di un pegno che pur avendo ad oggetto un insieme di *res*, rileva per il valore intrinseco che tali beni posseggono<sup>89</sup>. La rotatività della garanzia, quindi, riesce a salvaguardare tanto l'interesse del debitore di disporre degli strumenti registrati in conto senza, però, frustrare le ragioni del creditore garantito alla conservazione e mantenimento delle proprie prerogative sul valore degli strumenti<sup>90</sup>. È chiaro, però, che il

---

<sup>86</sup> F. MARTORANO, *Titoli di credito dematerializzati*, cit., 318 ss.

<sup>87</sup> Tale articolo prescrive che dal conto risulti l'indicazione di: "a) data di accensione del conto; b) natura del vincolo ed eventuali altre indicazioni supplementari; c) data delle singole movimentazioni e indicazione della specie, quantità e valore degli strumenti finanziari presenti nel conto; d) data di costituzione del vincolo sugli strumenti finanziari; e) titolare degli strumenti finanziari; f) beneficiario del vincolo e indicazione, ove comunicata, dell'esistenza di convenzione fra le parti per l'esercizio dei diritti; g) eventuale data di scadenza del vincolo".

<sup>88</sup> Pur se riferendosi alla medesima disciplina contenuta all'art. 34, comma 2 del d.lgs. n. 213/1998, v. B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., 128; M. RESCIGNO, *La nuova disciplina della dematerializzazione degli strumenti finanziari*, cit., 219.

<sup>89</sup> Lo nota F. DELL'ANNA MISURALE, *Profili evolutivi della disciplina del pegno*, cit., 162, la quale nota che "la principale linea di sviluppo è quella che si dipana lungo la sequenza logica per la quale il bene oggetto della garanzia non è più rilevante nella sua individualità, ma per il suo valore economico; esso quindi è sostituibile, purché sia rispettato il limite di valore dei beni originariamente dati in pegno". Sul punto v., pure C. ABATANGELO, *Le nuove garanzie mobiliari tra realtà e obbligatorietà del vincolo*, cit., 121 ss.

<sup>90</sup> Cfr., F. MARTORANO, *Titoli di credito dematerializzati*, cit., 319 il quale evidenzia che tramite tale strumento "l'esigenza del debitore di disporre degli strumenti finanziari sottoposti a vincolo pignoratorio viene contemperata con quella del creditore al mantenimento delle condizioni originarie della garanzia, nonostante la sostituzione del suo oggetto".



concreto raggiungimento di tale obiettivo dipenderà da come le parti hanno articolato la clausola di rotatività che troverà asilo nel nostro ordinamento solo ove sia in grado di individuare meccanismi rotativi che permettano di preservare, in fase di sostituzione, tanto l'interesse dei creditori (garantiti e non) quanto quello del debitore<sup>91</sup>. Sotto tale profilo, per tornare alle specificità della materia trattata, non deve dimenticarsi che tali modalità tramite cui, in concreto, si articola il patto di rotatività, dovranno dalle parti essere portate a conoscenza dell'intermediario che, ai sensi dell'art. 83 *octies*, comma 2, TUF, è "responsabile dell'osservanza delle istruzioni ricevute all'atto di costituzione del vincolo in ordine alla conservazione dell'integrità del valore del vincolo ed all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari"<sup>92</sup>. L'intermediario, quindi, sarà chiamato a conservare il valore della garanzia nel rispetto delle volontà espresse dalle parti ed a lui comunicate.

6. – Si tratta, quindi, di un importante approdo normativo che, tuttavia, pone all'attenzione dell'interprete una molteplicità di problematiche non tutte definitivamente risolte<sup>93</sup>.

Perché il meccanismo rotativo possa verificarsi, è in primo luogo necessario che il bene originariamente gravato dal vincolo venga sostituito da altro bene che, per effetto dello "spossessamento", venga sottratto alla libera disponibilità del debitore. Tale profilo non desta particolari dubbi ricostruttivi in relazione alla rotatività del pegno su strumenti finanziari dematerializzati poiché, alla luce di quanto detto in precedenza, sarà sufficiente la registrazione sul conto-vincoli dei nuovi strumenti finanziari in sostituzione di quelli oggetto di disposizione per garantire al creditore pignoratorio la sussistenza del privilegio senza soluzione di continuità<sup>94</sup>. Essendo in questo caso la registrazione in conto-

---

<sup>91</sup> Si sofferma diffusamente su tali profili, U. MALVAGNA, *Sulle clausole di rotatività nel pegno: funzione «conservativa» del valore della garanzia e strutture decisionali delle sostituzioni*, cit., 327 ss. ove si sofferma sulle differenze che in tal senso emergono nelle ipotesi in cui le parti pattuiscono una c.d. "clausola di reimpiego a scadenza" degli strumenti finanziari dalle ipotesi in cui, per volontà delle parti o per inidoneità degli strumenti finanziari di sottostare a scadenze prefissate, il meccanismo con cui effettuare le scelte relative alle sostituzioni venga affidato all'autonomia delle parti.

<sup>92</sup> Vale la pena ricordare che, ai sensi dell'art. 57 del Regolamento unico sul *Post-trading*, i conti destinati a costituire vincoli sull'insieme degli strumenti finanziari devono contenere indicazioni circa la "natura del vincolo ed eventuali altre indicazioni supplementari" (lett. b) nonché espressa indicazione del "beneficiario del vincolo e indicazione, ove comunicata, dell'esistenza di convenzione fra le parti per l'esercizio dei diritti" (lett. f).

<sup>93</sup> Cfr., M. RESCIGNO, *Le garanzie «rotative» convenzionali: fattispecie e problemi di disciplina*, in *Banca borsa*, 2001, I, 3.

<sup>94</sup> I RAPISARDA, *La Cassazione torna ad occuparsi del c.d. pegno rotativo su titoli di credito*, cit., 421 s.



vincoli del tutto strumentale a garantire l'indisponibilità del bene – al pari dello spossamento previsto dal codice civile – sarà proprio tramite il rispetto di tale formalità che potrà avvenire la sostituzione degli strumenti finanziari<sup>95</sup>.

Maggiori problematiche presenta, invece, la compatibilità del pegno rotativo con quanto disposto dall'art. 2787, comma 3, cod. civ. il quale richiede che, ai fini della prelazione, il pegno risulti da scrittura con data certa che contenga “sufficiente indicazione del credito e della cosa”<sup>96</sup>. Non vi è dubbio che tale formalità – richiesta al fine di garantire piena protezione al ceto creditorio nell'individuazione del credito garantito e dei beni avvinti allo stesso, e per fissare una data certa ai fini della prelazione e dell'esercizio di eventuali azioni revocatorie – debba esser adempiuta al momento della costituzione del pegno. Risulta invece incerto se le medesime formalità debbano essere ripetute ad ogni sostituzione del bene.

Sul punto, ad un primo orientamento maggiormente rigido propenso a ritenere necessaria la reiterazione delle formalità di cui all'art. 2787, comma 3, cod. civ. ad ogni atto di sostituzione<sup>97</sup>, si è subito avvicinato l'opposto orientamento<sup>98</sup> che, peraltro, si è poi consolidato in giurisprudenza<sup>99</sup> anche sulla scorta degli orientamenti dottrinali propensi ad una lettura meno formalistica della disposizione codicistica menzionata<sup>100</sup>. Il fatto che non si richieda la ripetizione delle formalità in parola, però, non vuol dire che il meccanismo rotativo possa frustrare la *ratio* sottesa all'art. 2787, comma 3, cod. civ. richiedendosi comunque che si proceda all'esatta indicazione dei beni sostituiti in diretta connessione con l'accordo originario<sup>101</sup> il quale, nella clausola di rotatività, dovrà prevedere il funzionamento del meccanismo rotativo con una predeterminazione sufficientemente specifica delle modalità con cui potranno avvenire le sostituzioni<sup>102</sup>.

---

<sup>95</sup> F. DELL'ANNA MISURALE, *Profili evolutivi della disciplina del pegno*, cit., 186.

<sup>96</sup> Osservazioni sul punto in F. MARTORANO, *Titoli di credito dematerializzati*, cit., 329.

<sup>97</sup> Cass. 28 maggio 1998, n. 5264, cit.

<sup>98</sup> Cass. 27 settembre 1999, n. 10685, in *Giust. civ.*, 2000, I, 1459; Cass. 11 novembre 2003, n. 16914, in *Foro it.*, 410; Cass. 1° ottobre 2012, n. 16666, in *Contr.*, 2013, 1003 ss., con nota di M.M. D'AGUI, *Pegno rotativo e rilevanza della forma scritta*.

<sup>99</sup> Cass. 22 dicembre 2015, n. 25796, in *Banca borsa*, 2016, 418.

<sup>100</sup> C. MANCINI, *La riconosciuta normalità del pegno rotativo*, in *Giur. comm.*, 1998, 678 ss.; M. RESCIGNO, *Le garanzie «rotative» convenzionali: fattispecie e problemi di disciplina*, cit., 20 ss.

<sup>101</sup> I RAPISARDA, *La Cassazione torna ad occuparsi del c.d. pegno rotativo su titoli di credito*, cit., 422 ss. Cfr., sul punto, Cass. 14 giugno 2000, n. 8089, in *Fallimento*, 2001, 636.

<sup>102</sup> E. GABRIELLI, «Pinocchio», «il grillo parlante» e il problema del pegno rotativo: spiegazioni... a richiesta (fra il serio e il faceto), cit., 56; G. CHINÉ, *Il pegno «rotativo» tra realtà e consensualità*, cit., 569; R. LENER, *Pegno di titoli dematerializzati e di titoli in gestione patrimoniale: nuove indicazioni dalla giuri-*



Se la natura unitaria che caratterizza il pegno rotativo permette di ritenere superflua la reiterazione delle formalità di cui all'art. 2787, comma 3, cod. civ. ad ogni sostituzione<sup>103</sup>, si richiede però la valutazione circa la capacità della clausola di rotatività di descrivere *ex ante* le modalità con cui si articolerà tale rapporto unitario e dinamico<sup>104</sup>.

Mentre l'indicazione del credito rappresenta un elemento che non pare tendenzialmente assoggettato a modifiche nel corso del rapporto obbligatorio interessato dal vincolo pignoratizio, è proprio la sufficiente indicazione della "cosa" che, quindi, potrebbe rappresentare un limite alla concreta operatività di un pegno rotativo su strumenti finanziari dematerializzati<sup>105</sup>. Tuttavia, alla luce di quanto detto in precedenza – e, segnatamente, del rilievo secondo cui nelle ipotesi di pegno rotativo la "cosa" non rileva tanto per la sua connotazione fisica ma, piuttosto, per il valore che la stessa esprime –, il problema interpretativo potrebbe stemperarsi. Potrebbe cioè ritenersi sufficiente la specifica indicazione degli elementi che caratterizzano i beni oggetto della garanzia e che ne esprimono il valore<sup>106</sup>. Ciò che si intende ottenere tramite le formalità di cui all'articolo da ultimo menzionato è, infatti, che si circoscriva l'efficacia del vincolo al valore che hanno specifici beni appartenenti al patrimonio del debitore al fine di non correre il rischio di frustrare gli interessi che gli altri creditori hanno sulla restante parte del patri-

---

sprudenza, in *Banca borsa*, 1998, 590 ss.; P. PISCITIELLO, *Le garanzie bancarie flottanti*, Giappichelli, 1999, 96. Sul punto, Trib. Genova 30 maggio 1997, in *Banca borsa*, 1998, II, 578.

<sup>103</sup> Sulla natura unitaria della fattispecie del pegno rotativo, E. GABRIELLI, *Sulle garanzie rotative*, Esi, 1998, 125.

<sup>104</sup> F. DELL'ANNA MISURALE, *Profili evolutivi della disciplina del pegno*, cit., 183 secondo la quale "occorre accertare se l'iniziale scrittura predisposta dalle parti contenga, in concreto, elementi sufficienti a rendere determinati, o quantomeno determinabili, i beni oggetto di pegno".

<sup>105</sup> In generale, sulle problematiche che comporta il criterio della "sufficiente indicazione" della cosa nell'ambito delle fattispecie di pegno rotativo, v. C. ABATANGELO, *Le nuove garanzie mobiliari tra realtà e obbligatorietà del vincolo*, cit., 81 ss.

<sup>106</sup> Emblematica, pur non pronunciandosi su una fattispecie di pegno rotativo su strumenti finanziari dematerializzati, è Cass. 13 maggio 2021, n. 12733, in *www.dejure.it*, che, partendo dalla constatazione che ciò che rileva nelle ipotesi di pegno rotativo non è il bene in sé quanto, piuttosto, il suo valore, afferma: "la previsione della "sufficiente indicazione della cosa", di cui all'art. 2787, comma 3, c.c. (che deve risultare rappresentata nella scrittura costituiva del pegno o in altra scrittura riproduttiva: sul punto cfr. Cass. 4 febbraio 2019, n. 3199), è venuta a dirigersi, in relazione alla fattispecie in questione, verso una connotazione non chiusa sulla mera descrizione delle caratteristiche fisiche della cosa (inizialmente) ricevuta in garanzia, ma interessata specialmente al profilo rappresentato dal valore economico che questo bene risulta possedere: a muovere dal porsi di questo valore, nel contesto fissato dall'accordo intercorso tra creditore e debitore (quale datore del pegno), come parametro e limite non superabile dalle successive sostituzioni del bene medesimo (tant'è che, in letteratura, non si è mancato di richiamare l'idea della "sufficiente indicazione del valore economico della cosa")".



monio che rimane libera ed aggredibile<sup>107</sup>. L'inerenza del pegno alla *res* è, come sopra detto, funzionale a vincolare il valore della stessa alle ragioni del creditore garantito<sup>108</sup>.

Ed è proprio tornando alle disposizioni di settore che disciplinano il pegno su strumenti finanziari dematerializzati che si rinvencono dati normativi in tal senso. Se l'art. 83 *octies*, comma 2, TUF responsabilizza l'intermediario circa la "conservazione dell'integrità del valore del vincolo", l'art. 57, comma 2 del Regolamento unico sul *Post-trading* evidenzia che la retroattività del vincolo sugli strumenti finanziari sostituiti si attua "a parità di valore" rispetto a quelli originari.

Sotto tale profilo, tuttavia, si registra un ulteriore dubbio interpretativo che ruota intorno all'individuazione del momento in cui vada rilevato il "valore" dei beni oggetto di sostituzione<sup>109</sup>. Secondo l'orientamento più seguito, il valore da conservare sarebbe quello che il bene ha al momento della sostituzione<sup>110</sup>. Tale posizione si fonda sulla convinzione per cui in tali casi la sostituzione non andrebbe a ledere la posizione degli altri creditori che vedrebbero invariata la restante parte del patrimonio del comune debitore su cui rivalersi. Le variazioni di valore – positive (ma sempre nei limiti del credito) o negative che siano – dei beni dati in pegno rimarrebbero dunque in capo al creditore pignoratizio risultando del tutto indifferenti rispetto alla restante parte di patrimonio del debitore quasi fosse un patrimonio separato sui cui il creditore garantito vanta una prelazione<sup>111</sup>. Secondo un diverso orientamento<sup>112</sup>, invece, il valore da conservare sarebbe

---

<sup>107</sup>La giurisprudenza, pur se con riferimenti non del tutto univoci, insiste sul profilo della necessità di conservare il valore dei beni originariamente oggetto di pegno. In questo senso, Cass. 28 maggio 1998, n. 5264, cit.; Cass. 27 settembre 1999, n. 10685, cit.; Cass. 1° febbraio 2008, n. 2456, in *www.dejure.it*; Cass. 26 gennaio 2010, n. 1526, in *Riv. not.*, 2011, 162.

<sup>108</sup>Secondo F. MARTORANO, *Titoli di credito dematerializzati*, cit., 329, tale sufficiente indicazione della cosa, "impossibile con riferimento ai singoli strumenti finanziari costituiti in pegno, data la loro 'disindividuazione', si ritiene sufficiente la enunciazione della loro specie e qualità".

<sup>109</sup>Da ult., E. BATTELLI, *Il pegno su beni immateriali*, Giuffrè, 2021, p. 109 ss.

<sup>110</sup>E. GABRIELLI, *Il pegno anomalo*, cit., 218; ID., «Pinocchio», «il grillo parlante» e il problema del pegno rotativo: spiegazioni... a richiesta (fra il serio e il faceto), cit., 552; P. PISCITIELLO, *Le garanzie bancarie flottanti*, cit., 101 s.; G. CHINÉ, *Il pegno «rotativo» tra realtà e consensualità*, cit., 574.

<sup>111</sup>Secondo M. RESCIGNO, *Le garanzie «rotative» convenzionali: fattispecie e problemi di disciplina*, cit., 13 ss. tale soluzione sarebbe imposta dalla necessità di riconoscere al creditore la possibilità di far propri i frutti e gli interessi del bene oggetto del pegno. Sul punto, tuttavia, v. le osservazioni di F. DELL'ANNA MISURALE, *Profili evolutivi della disciplina del pegno*, cit., 168, spec. nota 281, la quale, pur propendendo per l'esigenza di far riferimento al valore che il bene ha al momento della sua sostituzione, evidenzia come l'opposta soluzione non priverebbe di per sé il creditore – salva la presenza di un diverso accordo ai sensi dell'art. 2791 cod. civ. – di far propri frutti ed interessi eventualmente maturati medio tempore.

<sup>112</sup>L. PANZANI, *Pegno rotativo e pegno sugli strumenti finanziari*, in *Fallimento*, 2002, 944 s. e, pur con



quello che i beni oggetto di pegno avevano al momento della costituzione del vincolo con il rischio, però, che una variazione in negativo del valore di tali beni imponga al debitore, in fase di sostituzione, di attingere al proprio patrimonio al fine di ripristinare il valore originario della garanzia. Ciò sottrarrebbe risorse economiche agli altri creditori per vincolarle al soddisfacimento del creditore garantito. Tale seconda impostazione, quindi, scaricherebbe le conseguenze derivanti dalle variazioni del valore sugli altri creditori che verrebbero a trovarsi, nell'ipotesi sopra detta, in una condizione deteriore<sup>113</sup>.

Non è mancato poi chi, in dottrina, ha ritenuto entrambe le prospettive praticabili rimettendo all'autonomia privata la possibilità di configurare il fenomeno rotativo ancorandolo al valore originario dei beni o a quello che gli stessi presentano al momento della loro sostituzione<sup>114</sup>.

Nel riscontrare una diffusa tendenza dottrinale che, in assenza di precisi indici da parte della giurisprudenza<sup>115</sup>, propende con varie argomentazioni a ritenere necessario che l'eventuale sostituzione dei beni avvenga al valore che i beni originariamente gravati dal pegno hanno al momento della sostituzione, non può mancarsi di notare, però, che la normativa speciale in tema di vincoli su strumenti finanziari dematerializzati sembrerebbe improntata ad una diversa soluzione. Se nella normativa primaria si fa solo riferimento all'obbligo per l'intermediario di conservare l'integrità del valore del vincolo, l'art. 57 del Regolamento unico sul *Post-trading*, nel dare una sommaria disciplina del meccanismo rotativo nelle ipotesi oggetto di indagine, fa espresso riferimento non solo alla "sostituzione" degli strumenti finanziari registrati nel conto-vincoli, ma anche all'"integrazione" del conto<sup>116</sup>. La disposizione regolamentare sembrerebbe quindi fare riferimento all'ipotesi in cui il conto-vincoli venga integrato con vincoli gravanti su ulteriori strumenti finanziari che, registrati in conto, avrebbero la medesima data di costituzione degli

---

diversità di impostazione, L. PROSPERETTI, *Eccesso e riduzione di garanzia nel pegno rotativo di strumenti finanziari*, in *Dir. banca mercato fin.*, 2005, 402 ss.

<sup>113</sup>C. ABATANGELO, *Le nuove garanzie mobiliari tra realtà e obbligatorietà del vincolo*, cit., 145 s., la quale si pone in senso critico rispetto a tale ricostruzione. Sul punto, v. diffusamente le considerazioni di U. MALVAGNA, *Sulle clausole di rotatività nel pegno: funzione «conservativa» del valore della garanzia e strutture decisionali delle sostituzioni*, cit., 336 ss.

<sup>114</sup>Questa sembra la tesi di S. LOVISATTI, *Osservazioni in tema di limiti del pegno rotativo*, in *Banca borsa*, 2002, 700.

<sup>115</sup>Cfr., F. DELL'ANNA MISURALE, *Profili evolutivi della disciplina del pegno*, cit., 164 ss.

<sup>116</sup>Giova qui riportare nuovamente il testo completo dell'art. 57, comma 1 del Regolamento unico sul *Post-trading*: "Per gli strumenti finanziari registrati in conto in sostituzione o integrazione di altri strumenti finanziari registrati nel medesimo conto, a parità di valore, la data di costituzione del vincolo è identica a quella degli strumenti finanziari sostituiti o integrati".



strumenti “sostituiti o integrati”. Si tratterebbe, quindi, di una integrazione dell’originaria garanzia pignoratizia che sarebbe ipotizzabile solo in caso di deprezzamento degli strumenti finanziari originariamente registrati in conto ed al fine di ripristinare l’originario valore della garanzia.

Le disposizioni menzionate, dunque, sembrerebbero concedere all’autonomia privata la possibilità, nel descrivere il meccanismo rotativo, di stabilire se ancorare il concetto di “conservazione” della garanzia al valore originario dei beni dati in pegno – eventualmente integrandolo in caso di deprezzamento – ovvero al valore che gli stessi hanno al momento della sostituzione<sup>117</sup>.

Si tratterebbe, a ben vedere, di una ipotesi che non appare eccessivamente destabilizzante non incontrando particolari attriti nelle disposizioni codicistiche né richiedendo un particolare sacrificio al ceto creditorio. Non va dimenticato che il privilegio vale nei limiti del credito garantito – che va indicato in maniera sufficiente al momento della costituzione del pegno – e che tali eventuali integrazioni sarebbero comunque limitate alla reintegrazione dell’originario valore della garanzia. Emergerebbe per tal via come, nelle ipotesi analizzate, sia latente l’idea di una garanzia che insiste su un “valore” che, indicato nell’atto costitutivo del pegno, soltanto per le contingenze del singolo caso concreto è rappresentato dagli specifici beni indicati al momento della costituzione del pegno – *i.e.* gli strumenti finanziari inseriti nel conto-vincoli –. Nel sistema delineato sembra che la priorità vada cioè assegnata al profilo della conservazione del valore della garanzia nella consapevolezza, forse, che le particolari tipologie di “*res*” che esprimono quel valore sono caratterizzate da una tale “volatilità” che, se non mitigata, sarebbe in grado di porre in pericolo proprio la finalità ultima del pegno che è quella di creare fiducia nel creditore garantito circa l’adempimento del debitore.

---

<sup>117</sup> Sembra questa l’ipotesi sposata anche da U. MALVAGNA, *Sulle clausole di rotatività nel pegno: funzione «conservativa» del valore della garanzia e strutture decisionali delle sostituzioni*, cit., 336 ss.