



Università degli Studi di Ferrara

DOTTORATO DI RICERCA IN
"COMPARAZIONE GIURIDICA E STORICO-GIURIDICA"
CURRICULUM DI DIRITTO DELLE OBBLIGAZIONI E DEI CONTRATTI ITALIANO, COMPARATO
E COMUNITARIO

CICLO XXI

COORDINATORE Prof. ARRIGO MANFREDINI

L'USUFRUTTO DI CREDITI E DI TITOLI DI CREDITO

Settore Scientifico Disciplinare IUS/01

Dottorando

Dott. Alessandro Fede

Tutore

Prof. Giovanni De Cristofaro

Anni 2006/2008

ABSTRACT

La prima parte del lavoro riguarda l'usufrutto di crediti. Essa si apre con l'analisi della natura di questo istituto, nel quale viene ravvisato un vero e proprio diritto reale di usufrutto, respingendo le qualificazioni diverse che sono state proposte in dottrina; successivamente viene affrontato l'esame della relativa disciplina.

La seconda parte, concernente l'usufrutto di titoli di credito, inizia con la disamina delle principali tipologie di titoli e con l'indicazione di quelli che si prestano maggiormente a costituire oggetto di usufrutto. Segue poi un tentativo di ricostruire in modo unitario la disciplina dell'usufrutto di titoli di credito, a partire dalle incomplete e disorganiche disposizioni normative, volto a chiarire a chi spetti la titolarità e come debba essere attuato l'esercizio dei diritti che possono essere incorporati nei titoli. Quindi vengono esaminate le modalità con le quali deve essere costituito l'usufrutto a seconda del regime di circolazione dei titoli, e le problematiche che a ciò sono connesse. Infine si prospetta la possibilità di configurare, parallelamente al pegno rotativo, un usufrutto che sia dotato dello stesso carattere.

The first part of the work concerns the usufrutto of credits. It opens with the analysis of the nature of this legal institute, which is regarded as a genuine diritto reale di usufrutto, rejecting any different qualification proposed in legal literature; then the attention is turned to consider the regime of the institute.

The second part, which is about the usufrutto of titoli di credito, begins with the examination of the main kinds of titoli and with the individuation of those which are more suitable to become object of usufrutto. This is followed by an attempt to build the rules about usufrutto of titoli di credito, moving from the incomplete and shattered legal provisions, with the aim to clarify who owns the rights that can be incorporated into the titolo, and how these rights must be exercised. Then the work analyses the way the usufrutto has to be constituted according to the titoli's circulation regime. Finally it is put forward the proposal to figure a "rotating" usufrutto, in the same way the pawn can have this feature.

INDICE

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO I – L’USUFRUTTO DI CREDITI	7
SEZIONE I – LA NATURA DELL’USUFRUTTO DI CREDITI.....	7
1. I diritti su diritti: considerazioni introduttive.	7
2. L’oggetto dei diritti nella teoria generale del diritto.....	7
3. Il pegno di crediti e di altri diritti.	10
4. L’ipoteca su diritti.	15
5. Ammissibilità della figura dei diritti su diritti e suoi limiti.....	17
6. L’usufrutto di crediti. Osservazioni generali sulle tipologie di crediti che possono costituire oggetto di usufrutto.....	18
7. L’origine dell’usufrutto di crediti nel diritto romano.	21
8. L’evoluzione dell’usufrutto di crediti nelle codificazioni dei Paesi dell’Europa continentale.....	24
9. Verifica della possibilità di qualificare l’usufrutto di crediti come vero e proprio usufrutto. a) Analogie funzionali e strutturali tra il c.d. usufrutto di crediti e l’usufrutto su cose materiali; insufficienza di tali analogie al fine di giustificare la predetta qualificazione.....	31
10. b) Sussistenza dei caratteri propri della realtà.	34
11. c) Inadeguatezza delle qualificazioni alternative rispetto a quella di vero e proprio usufrutto sul credito.	40
12. Rilevanza della qualificazione del c.d. usufrutto di crediti come vero usufrutto piuttosto che come diritto di credito.	45
SEZIONE II – LA DISCIPLINA DELL’USUFRUTTO DI CREDITI	48
1. La costituzione dell’usufrutto di crediti.....	48
2. Il diritto agli interessi: titolarità e modalità di esercizio.....	49

3.	Il diritto al capitale: titolarità e modalità di esercizio.....	52
3.1.	Il 1° comma dell'art. 1000: la riscossione congiunta da parte del proprietario e dell'usufruttuario.....	52
3.2.	(segue) Confronto con la disciplina della riscossione del credito oggetto di pegno.....	58
3.3.	Il 2° comma dell'art. 1000: il pagamento effettuato al solo usufruttuario e al solo creditore. Critica alla teoria della c.d. legittimazione congiuntiva.....	60
4.	Gli effetti del pagamento: l'obbligo di reimpiego della somma riscossa e la surrogazione reale dell'usufrutto.	66
5.	Alcune fattispecie particolari di usufrutto di crediti: usufrutto congiuntivo, usufrutto parziale, usufrutto di crediti aziendali, usufrutto di rendita vitalizia.....	69
6.	Altri diritti e obblighi dell'usufruttuario di un credito.	71
7.	Alcuni profili processuali e di diritto internazionale privato. Rinvio.....	73
8.	L'estinzione dell'usufrutto di credito.	74

CAPITOLO II – L'USUFRUTTO DI TITOLI DI CREDITO 81

SEZIONE I – OSSERVAZIONI GENERALI 81

1.	Considerazioni introduttive. Usufrutto di titoli di credito e usufrutto di crediti cartolari.....	81
2.	La categoria dei titoli di credito e le principali tipologie di titoli che vi appartengono.	85
2.1.	Titoli di credito e strumenti finanziari.....	85
2.2.	I titoli di debito.	87
2.3.	I titoli azionari.	92
2.4.	Gli strumenti finanziari previsti dal codice civile.	94
3.	I titoli idonei a costituire oggetto di usufrutto.	111

SEZIONE II – TITOLARITÀ ED ESERCIZIO DEI DIRITTI INCORPORATI NEI TITOLI: RICOSTRUZIONE DELLA DISCIPLINA 117

1.	I diritti patrimoniali che possono essere incorporati in un titolo di credito. Possibilità di ricostruirne in modo unitario la disciplina alla luce degli artt. 984 e 1000	
----	--	--

c.c.	117
2. I diritti amministrativi e i diritti patrimoniali-amministrativi che possono essere incorporati in un titolo di credito. Possibilità di ricostruirne in modo unitario la disciplina alla luce dell'art. 2352 c.c. sull'usufrutto di titoli azionari.	121
2.1. Considerazioni introduttive.	121
2.2. Il diritto di voto.	125
2.3. I diritti amministrativi diversi dal voto.	152
2.4. Il diritto di opzione.	160
2.5. Il diritto di conversione.	166
2.6. Il diritto di recesso.	168
2.7. Il diritto di disporre dei titoli e dell'usufrutto sui titoli.	172
2.8. Il cousufrutto.	173
2.9. L'usufrutto di azioni proprie e fattispecie affini.	174
3. Gli obblighi eventualmente discendenti dal possesso dei titoli.	177
4. Altri diritti e obblighi dell'usufruttuario, risultanti dalla disciplina generale dell'usufrutto.	182
SEZIONE III – COSTITUZIONE DEL VINCOLO E CIRCOLAZIONE DEL TITOLO.	185
1. La costituzione dell'usufrutto e il possesso dei titoli.	185
1.1. La costituzione dell'usufrutto.	185
1.2. La consegna dei titoli.	191
1.3. L'esecuzione delle altre formalità previste dalla legge di circolazione del titolo.	193
1.4. La rilevanza dell'attribuzione del possesso all'usufruttuario.	194
2. La costituzione dell'usufrutto in relazione al regime di circolazione dei titoli. Considerazioni introduttive.	195
3. La costituzione dell'usufrutto su titoli al portatore.	196
4. La costituzione dell'usufrutto su titoli all'ordine.	203
5. La costituzione dell'usufrutto su titoli nominativi.	210
6. La costituzione dell'usufrutto su titoli in deposito accentrato e su titoli dematerializzati.	214
6.1. Brevi considerazioni introduttive sul regime dei titoli immessi in un sistema di	

deposito accentrato.....	215
6.2. Brevi considerazioni introduttive sul regime dei titoli dematerializzati.....	219
6.3. La costituzione dell'usufrutto su titoli in gestione accentrata (cartacei e dematerializzati).....	227
SEZIONE IV – L'USUFRUTTO ROTATIVO	234
1. Il problema della rotatività dell'usufrutto.....	234
2. Il pegno rotativo.	242
3. Ammissibilità dell'usufrutto rotativo.	246
BIBLIOGRAFIA	253

INTRODUZIONE

Lo studio dell'usufrutto di crediti si presenta di considerevole interesse per almeno due ordini di ragioni. In primo luogo, sotto il profilo strettamente concettuale, esso impone di ragionare sulla possibilità di configurare un diritto che abbia ad oggetto un altro diritto, e sulla possibilità di qualificare il primo come diritto reale ancorché non abbia ad oggetto un cosa materiale. In secondo luogo, sotto il profilo concreto, tale studio riveste una considerevole rilevanza pratica. Tale rilevanza però non è dovuta alla frequenza con la quale ricorre la figura: quest'ultima infatti sorge di solito allorquando viene disposto a favore di una determinata persona un legato di usufrutto avente ad oggetto l'intero patrimonio ereditario, del quale facciano parte anche uno o più crediti; quando l'usufrutto di crediti nasce, dunque, nasce per così dire *per incidens*, e non come frutto di una volontà delle parti che sia specificamente diretta a costituirlo, in considerazione di una qualche utilità economico-sociale che esso possa rivestire. La rilevanza pratica dello studio dell'usufrutto di crediti discende piuttosto dal fatto che esso appare indispensabile per l'analisi dell'usufrutto di titoli di credito, che si riscontra con una certa frequenza, specialmente con riguardo ai titoli di massa come quelli azionari e obbligazionari. È noto infatti che tutte le volte in cui viene costituito un usufrutto su titoli di credito sorge anche, in forza dell'incorporazione del diritto sul titolo, un usufrutto sul credito incorporato.

Lo studio dell'usufrutto di crediti, se è necessario per l'analisi dell'usufrutto di titoli di credito, non è però sufficiente a questo scopo, poiché siffatta analisi richiede un'indagine specifica su molteplici ulteriori aspetti problematici. Ci riferiamo innanzi tutto al fatto che i titoli di credito, specialmente quelli di massa, incorporano solitamente anche diritti diversi dai crediti, aventi carattere c.d. amministrativo o patrimoniale-amministrativo, dei quali si impone di indagare sia la titolarità, sia le modalità con cui deve attuarsi il loro esercizio, sulle quali influiscono da un lato i rapporti tra l'usufruttuario e il nudo proprietario, dall'altro le peculiari esigenze organizzative dell'emittente, qualora quest'ultimo sia un ente societario. Ma ci riferiamo altresì alla circostanza che la costituzione dell'usufrutto su titoli di credito solleva numerose que-

stioni attinenti alla determinazione di quali requisiti siano necessari per la costituzione del vincolo, e quali invece si impongano per rendere lo stesso opponibile ai terzi e al debitore cartolare.

Volendo procedere alle indagini appena annunciate, e passando al vaglio le disposizioni normative sull'usufrutto di crediti e sull'usufrutto di titoli di credito, ci si accorge immediatamente che esse sono poche, scarse e talvolta poco chiare.

All'interno della disciplina dell'usufrutto v'è una sola disposizione che si occupa espressamente dell'usufrutto di crediti: si tratta dell'art. 1000 c.c. Per la verità, tale disposizione non parla di usufrutto di credito bensì di «somme che rappresentano un capitale gravato d'usufrutto»; si deve ritenere però che questa espressione sia impropria e che in realtà il legislatore abbia inteso riferirsi proprio all'usufrutto di credito (pecuniario). Si deve considerare infatti che il capitale, cioè una somma di denaro, viene annoverato tra le cose consumabili, cosicché l'usufrutto che gravi su di esso dovrebbe costituire un'ipotesi di quasi usufrutto e dunque dovrebbe trovare regolamentazione nell'art. 995 c.c.; del resto l'art. 483 del codice del 1865 annoverava espressamente il denaro tra le cose consumabili che costituiscono oggetto di quasi usufrutto. Applicando il citato art. 995, il regime dell'usufrutto di somma capitale risulta il seguente: la somma di denaro appartiene all'usufruttuario, che può impiegarla a suo piacimento e percepire gli eventuali proventi che derivino dal suo investimento, con l'obbligo di restituire, al termine dell'usufrutto, una somma corrispondente a quella ricevuta. Il regime disegnato dall'art. 1000 c.c., invece, è molto diverso da quello dell'art. 995, come avremo modo di esaminare nel corso del presente lavoro. A fronte di ciò, si pongono le seguenti alternative: o l'art. 1000 c.c. si occupa effettivamente dell'usufrutto di somma capitale – come induce a credere la lettera della disposizione –, introducendo per questa forma di quasi usufrutto un regime diverso e derogatorio rispetto a quello dettato in via generale per il quasi usufrutto dall'art. 995 c.c.; oppure l'art. 1000 c.c., a dispetto delle improprie espressioni che in esso sono usate, non si occupa affatto del quasi usufrutto di somma capitale (che pertanto rientra nella disciplina generale dell'art. 995 c.c.), ma riguarda la diversa fattispecie dell'usufrutto di credito. La prima alternativa però non ci sembra affatto convincente, perché per ammettere che esista per il quasi usufrutto di capitale un regime diverso da quello che vale per le altre forme di quasi usufrutto occorre trovare delle specifiche ragioni che giustifichino una differenza siffatta, ragioni che proprio non

riusciamo a ravvisare. Per contro la seconda alternativa implica che si ritenga che il legislatore si sia espresso in modo impreciso; ma ciò appare tutt'altro che difficile da ipotizzare, tanto più se si considera che questa imprecisione trova spiegazione nella circostanza che la figura dell'usufrutto di crediti ha avuto scarsa elaborazione in dottrina e in giurisprudenza, nonché nella circostanza che un'analogia confusione tra usufrutto di credito (segnatamente pecuniario) e usufrutto di somma capitale si rinviene anche in altre codificazioni, delle quali avremo modo di occuparci. Inoltre, se si vuole stare al dato testuale, nell'articolo in esame si trovano altri indici che si riferiscono inequivocabilmente a un usufrutto di crediti, e non di somma capitale: in particolare nella prima proposizione del comma 1° si parla di «titolare del credito», e nella seconda proposizione si rinvia alle «norme relative alla cessione dei crediti».

Dunque l'art. 1000 c.c. riguarda l'usufrutto di credito pecuniario, mentre l'usufrutto di somma capitale costituisce un'ipotesi di quasi usufrutto e come tale deve ritenersi regolato dall'art. 995 c.c.

Che le due figure dell'usufrutto di credito e del quasi usufrutto di capitale debbano essere tenute distinte è evidente, perché un conto è che oggetto dell'usufrutto sia un diritto, un altro è che sia una cosa materiale, per quanto peculiare come il denaro: si pensi del resto, in un ambito del tutto diverso, alla profonda differenza che corre tra il pagamento in denaro e la cessione di un credito pecuniario in pagamento o a fini di pagamento, oppure alla differenza che corre tra la donazione di una somma di denaro e la cessione di un credito *donandi causa*.

Oltre all'art. 1000 c.c. vi sono altre disposizioni normative, contenute anch'esse all'interno della disciplina dell'usufrutto, che contemplano, ma solo indirettamente, ipotesi specifiche di usufrutti di crediti: si tratta degli artt. 1017, 1019, e 1020 c.c., i quali prevedono il trasferimento dell'usufrutto sull'indennità dovuta dal responsabile del perimento della cosa o dall'assicuratore, nonché il trasferimento sull'indennità per l'espropriazione o la requisizione della cosa. Invero anche queste disposizioni parlano di usufrutto sull'indennità, e dunque su una somma di denaro, anziché di usufrutto sul credito pecuniario avente ad oggetto il pagamento dell'indennità, come invece sarebbe più appropriato.

Si possono ricordare poi alcune disposizioni collocate al di fuori della *sedes propria* dell'usufrutto, che investono alcuni profili di dettaglio della fattispecie in esame: ci

riferiamo in particolare agli artt. 1250 e 1254 c.c. sugli effetti della compensazione e della confusione rispetto ai terzi che hanno acquistato diritti di usufrutto e di pegno sul credito, nonché all'art. 1265, co. 2, c.c. sull'opponibilità ai terzi della costituzione dell'usufrutto sul credito.

Anche riguardo all'usufrutto di titoli di credito la disciplina normativa si presenta tutt'altro che chiara ed esaustiva.

Per quanto concerne il profilo della spettanza dei diritti incorporati nel titolo e della modalità con la quale essi devono essere esercitati, la disorganicità e la lacunosità della disciplina è evidente. In merito ai diritti patrimoniali non si prevede pressoché nulla, se si eccettua l'art. 1998 c.c., collocato tra le disposizioni generali sui titoli di credito contenute nel libro IV, titolo V, capo I del codice civile, che si occupa della sorte dei premi e delle utilità aleatorie prodotte dal titolo, che costituisce un aspetto alquanto marginale, seppure non trascurabile. Dei diritti amministrativi e dei diritti patrimoniali-amministrativi, invece, o meglio di alcuni di essi, si occupa l'art. 2352 c.c., che però riguarda direttamente solo la categoria dei titoli azionari.

Per quanto concerne il profilo della costituzione dell'usufrutto, viene in rilievo, tra le disposizioni generali valevoli per tutti i titoli di credito, l'art. 1997, che a dire il vero non fa menzione specifica dell'usufrutto, ma concerne in generale tutti i vincoli sui titoli di credito. In relazione a tale disposizione sorge l'interrogativo, di facile soluzione, se tra detti vincoli rientri anche l'usufrutto, ma soprattutto sono dubbie le implicazioni della necessità – contemplata dalla disposizione – che il vincolo dell'usufrutto venga «attuato sul titolo». Tale ultima questione non viene risolta nemmeno dagli articoli successivi, perché tra quelli che riguardano i titoli al portatore e all'ordine (capi II e III) non ve n'è neppure uno che si occupi dell'usufrutto, mentre solo per i titoli nominativi (capo IV) si trovano delle indicazioni in proposito, segnatamente nell'art. 2024, che riguarda anch'esso i vincoli in generale, e nell'art. 2025, che prevede la possibilità di emettere titoli distinti per il nudo proprietario e per l'usufruttuario. Il contenuto di queste ultime due disposizioni si trova poi riproposto in termini sostanzialmente uguali rispettivamente nell'art. 3, comma 1 e nell'art. 1, comma 3, r.d. n. 239 del 1942 sulla nomina-tività azionaria.

Va ricordato infine, all'interno della disciplina dell'usufrutto, l'art. 1003, 1° comma, 3° alinea, c.c., il quale stabilisce che, in caso di mancata prestazione della do-

vuta garanzia da parte dell'usufruttuario, i titoli di credito al portatore che sono oggetto dell'usufrutto devono essere convertiti in nominativi.

Questo in sintesi il regime normativo dell'usufrutto di crediti e dell'usufrutto di titoli di credito. Quanto poi alla dottrina, tutt'altro che numerosi sono i contributi dedicati alle questioni sistematiche e interpretative suscitate da tale fattispecie: l'attenzione dedicata allo studio del pegno sia di crediti che di titoli di credito è stata di gran lunga superiore rispetto allo sforzo profuso nello studio dell'usufrutto avente ad oggetto gli stessi beni. L'elaborazione dottrinale sul pegno di crediti e di titoli di credito può costituire senza dubbio un utile punto di riferimento per una corrispondente riflessione in materia di usufrutto, ma quest'ultima necessita comunque di essere condotta in modo autonomo e secondo coordinate in tutto o in parte diverse, sia perché non sempre le conclusioni raggiunte a proposito del pegno si possono estendere *sic et simpliciter* all'usufrutto, sia perché quest'ultimo presenta caratteri diversi rispetto al pegno, che impongono un'indagine ad essi specificamente dedicata.

Le considerazioni che abbiamo sin qui svolto spiegano la ragione della scelta del tema che costituisce oggetto della presente indagine, e rendono ragione dell'impostazione che seguiremo nello svolgimento della nostra ricerca. Il lavoro infatti si articola in due parti. Nella prima, dedicata all'usufrutto di crediti, verrà indagata la natura di questo istituto, si chiarirà se quest'ultimo sia un vero e proprio usufrutto o piuttosto, come alcuni ritengono, una fattispecie diversa, e si svilupperà poi l'analisi della relativa disciplina. Nella seconda parte, invece, ci occuperemo dell'usufrutto di titoli di credito, iniziando con l'esame di quali titoli si prestino maggiormente a costituire oggetto di usufrutto, proseguendo con un tentativo di ricostruzione unitaria della disciplina dell'usufrutto di titoli di credito a partire dalla frammentata e incompleta disciplina positiva, passando poi ad esaminare i problemi connessi alla costituzione dell'usufrutto, per terminare prospettando la possibilità di configurare, parallelamente al pegno rotativo, un usufrutto che sia dotato dello stesso carattere.

CAPITOLO I – L’USUFRUTTO DI CREDITI

SEZIONE I – LA NATURA DELL’USUFRUTTO DI CREDITI

1. I diritti su diritti: considerazioni introduttive.

L’usufrutto di un credito costituisce un vero e proprio diritto reale di usufrutto avente ad oggetto il credito, oppure deve essere qualificato in modo diverso? Per fornire una risposta a questo interrogativo, si deve procedere per gradi: innanzitutto occorre indagare sulla possibilità di configurare in via generale un diritto che abbia ad oggetto un altro diritto, e successivamente, una volta che si sia ammessa questa possibilità, è necessario verificare nello specifico se l’usufrutto di crediti costituisca effettivamente un’ipotesi riconducibile alla categoria appena esaminata del diritto gravante su un altro diritto.

Cominciamo dunque dal primo profilo di indagine, volto ad indagare la possibilità di costituire diritti aventi ad oggetto altri diritti, che si svolgerà su due piani, quello della teoria generale del diritto e quello dell’analisi del diritto positivo: sul primo piano occorre verificare se sia possibile ammettere in linea teorica che i diritti costituiscano oggetto di diritti; sul secondo piano è necessario prendere in esame due figure di diritti su diritti già presenti all’interno del nostro ordinamento – ci riferiamo al pegno e all’ipoteca su diritti – ed analizzare in che modo queste fattispecie vengono qualificate nella dottrina.

2. L’oggetto dei diritti nella teoria generale del diritto.

Ponendosi sul piano della teoria generale del diritto, occorre chiedersi – in via per l’appunto generale – se i diritti possano costituire oggetto di altri diritti. Comunemente si ritiene che oggetto dei diritti possa essere qualsivoglia bene: è necessario pertanto, ai fini dell’indagine che ci proponiamo, delimitare la nozione di bene e distinguerla da quella di cosa.

Il diritto positivo non offre indicazioni chiare al fine di tracciare la distinzione tra cose e beni. Infatti l’art. 810 c.c., com’è noto, dispone che «sono beni le cose che

possono costituire oggetto di diritti», è una disposizione equivoca e di non facile interpretazione¹. Inoltre nell'articolato del codice civile si registra un uso disomogeneo delle categorie di bene e di cosa, poiché talora esse vengono impiegate come equivalenti e tra loro fungibili, talaltra invece si utilizza la parola bene intendendo, con un significato più ampio rispetto a quello di cosa, qualsiasi entità suscettibile di far parte del patrimonio di un soggetto (ad es. nell'art. 2740 c.c.)².

Per chiarire le nozioni di cosa e di bene, è possibile prendere le mosse dal celebre passo delle Istituzioni di Gaio nel quale si distinguono le *res corporales* dalle *res incorporales*, e si definiscono le prime come quelle *quae tangi possunt*, le seconde come quelle *quae tangi non possunt*, comprendendo i diritti in quest'ultima categoria: «*Quaedam preterea res corporales sunt, quaedam incorporales. Corporales hae sunt quae tangi possunt, veluti fundus, homo, vestis, aurum, argentum, et denique aliae res innumerabiles. Incorporales hae sunt quae tangi non possunt: qualia sunt ea quae iure consistunt, sicut hereditas, usufructus, obligationes quoquo modo contractae*»³.

La dottrina moderna distingue similmente tra la nozione di cosa, che è connotata dal carattere della materialità, e quella di bene, inteso come entità che assume rilevanza per il diritto, che comprende sia le cose (beni materiali) che entità diverse dalle cose (beni immateriali), tra le quali si annoverano i diritti; tutti i beni possono costituire oggetto di altri diritti, e pertanto anche per i diritti si deve ammettere questa possibilità⁴.

¹ Critico sulla possibilità di fornire un'interpretazione appagante della disposizione è ZENO-ZENCOVICH, voce *Cosa*, in *Dig. disc. priv. – sez. civ.*, IV, Torino 1989, p. 438 s.; GAMBARO, *La proprietà*, in *Tratt. Iudica-Zatti*, Milano 1990, p. 1 ss.

² Sul fatto che la nozione di bene viene usata dalla legge talora nel senso ristretto dell'art. 810 c.c., talora nel senso più ampio indicato nel testo, v. ZENO-ZENCOVICH, *op. cit.*, p. 440 ss.; SATTA, *Cose e beni nell'esecuzione forzata*, in *R. d. comm.* 1964, p. 350 ss., in particolare p. 360. Cfr. anche FINZI, *Il possesso dei diritti*, Milano 1968, p. 75 ss., il quale afferma che i diritti, se considerati dal lato passivo, cioè come la prestazione (in senso lato) dovuta da taluno, si possono considerare come cose e dunque possono costituire oggetto di possesso; lo stesso autore poi, nella nota 37, dice di condividere la tesi che i diritti possono avere ad oggetto altri diritti.

³ Sulla distinzione gaiana e sulle interpretazioni che della medesima sono state offerte dalla romanistica, v. per tutti ASTUTI, voce *Cosa (storia)*, in *Enc. d.*, IX, Milano 1962, p. 5 ss.

⁴ ZENO-ZENCOVICH, *op. cit.*, p. 443 s. e 448; PUGLIATTI, voce *Cosa (teoria gen.)*, in *Enc. d.*, XI, Milano 1962, p. 33 ss., e ID., voce *Beni (teoria gen.)*, in *Enc. d.*, V, Milano 1959, p. 173 s.); VENEZIAN, *Dell'usufrutto, dell'uso e dell'abitazione*, I, 2^a ediz., Napoli-Torino 1931, p. 13 ss., il quale però si spinge fino a sostenere, in modo non condivisibile, che sia le cose corporali che i diritti (tra i quali i crediti) siano oggetto del diritto di proprietà, inteso quest'ultimo in senso amplissimo come diritto di disporre che sintetizzerebbe il rapporto perpetuo e temporaneamente illimitato delle persone con le cose e con i diritti: sull'impossibilità di configurare una proprietà del credito v. *infra* in nota; anche PESCATORE, *Della proprietà*, in *Comm. UTET*, 2^a ediz., Torino 1968, p. 9 s., esclude che i diritti rientrino nella nozione di cose, ma sembra ammettere che, al pari delle cose, possano costituire oggetto di diritti.

Analizzando il diritto positivo, benché non si traggano da esso indicazioni univoche sulle nozioni di bene e di cosa, ci si accorge che in più di una disposizione il legislatore mostra di annoverare più o meno consapevolmente i diritti tra i beni. Il pensiero corre soprattutto all'art. 2740, il quale dispone che «il debitore risponde dell'adempimento delle obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri»: tra i "beni" menzionati dalla disposizione sono evidentemente compresi anche i diritti, tanto che l'esecuzione forzata per espropriazione, che costituisce lo strumento per far valere in concreto la predetta responsabilità patrimoniale generica, può avere ad oggetto, oltre che beni mobili e beni immobili, anche diritti di credito, che nel corso della procedura vengono venduti o assegnati come accade per i predetti beni (v. artt. 543 ss. c.p.c.). Ma oltre all'art. 2740 si possono considerare, senza pretesa di completezza, le disposizioni che fanno riferimento ai beni dell'assente, degli incapaci, del *de cuius*, nonché ai beni che costituiscono l'azienda (a quest'ultimo proposito si rammenti, tra l'altro, che il cessionario dell'azienda acquista anche i crediti aziendali, che dunque sono considerati anch'essi beni aziendali: art. 2559 c.c.).

È significativa in questo senso la precisa scelta terminologica che è stata operata dal più recente dei codici dell'Europa Continentale, il NBW olandese del 1992, che ha

Diversa è la classificazione seguita da BIONDI, *I beni*, in *Tratt. Vassalli*, Torino 1953, p. 1 ss., e ID., voce *Cosa (dir. civ.)*, in *Nov. D.*, IV, Torino 1959, p. 1007 ss., che rimane più fedele alla distinzione gaiana: secondo questo autore infatti limitare la nozione di cosa alle cose materiali sarebbe contrario alla tradizione e alla linea di sviluppo storico della categoria, e contrario inoltre all'ampia dizione dell'art. 810, che definisce i beni come «cose che possono formare oggetto di diritti», nonché all'art. 813, che, estendendo a «i diritti reali e le azioni relative» la disciplina dei beni che ne sono oggetto, opererebbe un'equiparazione dei primi ai secondi, qualificando i diritti come beni giuridici. L'autore precisa però che questa limitazione è innocua se accanto alle cose, intese come beni materiali, si colloca un'altra categoria di beni, qualificati immateriali, poiché così facendo non si fa che trasporre la distinzione materiale-immateriale dall'ambito delle cose a quello dei beni. Del resto, secondo Biondi, cosa e bene indicano la stessa identità giuridica, vista nel primo caso dal punto di vista dell'oggetto, nel secondo dal punto di vista del soggetto per il quale quell'identità rappresenta un'utilità, tanto che lo stesso codice usa i due termini in modo promiscuo. Venendo in particolare ai diritti, questi devono considerarsi come cose: pertanto anche secondo questo autore può ben accadere che vi siano diritti aventi ad oggetto altri diritti. Anche DE MARTINO, *Dei beni in generale*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma 1976, sub art. 810, p. 1 ss., analogamente a Biondi, classifica le cose in corporali e incorporali, comprendendo tra le seconde i diritti patrimoniali e la c.d. proprietà intellettuale.

In senso contrario all'ammissibilità dei diritti su diritti v. MESSINETTI, voce *Oggetto dei diritti*, in *Enc. d.*, XXIX, Milano 1979, p. 815 ss., secondo il quale le situazioni impropriamente definite di diritti su diritti dovrebbero essere lette piuttosto come situazioni di concorrenza di diritti aventi il medesimo oggetto materiale ma oggetto giuridico diverso, cosicché anche l'usufrutto di credito dovrebbe spiegarsi con lo stesso meccanismo; analogamente LOCATELLI, voce *Oggetto dei diritti*, in *Nov. D.*, XI, Torino 1965, p. 792 ss. Secondo SCOZZAFAVA-BELLANTE, *I beni*, in *Tratt. Bessone*, VII, t. I, Torino 2007, p. 26, «un diritto può qualificarsi come bene soltanto in maniera atecnica e generica, cioè quale elemento attivo di un patrimonio, giammai nel significato proprio di cui all'art. 810 c.c.».

sostituito il precedente codice di stampo francese del 1838. A differenza del codice precedente, che utilizzava indistintamente il concetto di bene e quello di cosa, il NBW definisce all'art. 1 del libro 3 come beni (*goederen*) tutte le cose (*zaken*) e tutti i diritti patrimoniali (*vermogensrechten*), e al successivo art. 2 definisce le cose come gli oggetti materiali che sono suscettibili di ricadere sotto il dominio dell'uomo. Questa distinzione del resto rispecchia quella tedesca tra *Sache* e *Gut*, poiché il § 90 BGB stabilisce chiaramente che «*Sachen im Sinne des Gesetzes sind nur körperliche Gegenstände*», mentre il termine *Gut* è usato in un'accezione più ampia che comprende anche entità non corporali.

In conclusione si può dire che, dal punto di vista della teoria generale del diritto, possono costituire oggetto di diritti tutti i beni, tra i quali si annoverano sia le cose, che sono dotate del carattere della materialità (beni materiali), sia entità prive di tale carattere (beni immateriali), tra le quali si comprendono anche i diritti. Pertanto anche i diritti possono in linea generale costituire oggetto di altri diritti.

3. Il pegno di crediti e di altri diritti.

La conclusione che i diritti possono formare oggetto di altri diritti è confermata, oltre che dalle considerazioni di teoria generale appena svolte, anche e soprattutto dalla circostanza che il nostro ordinamento contempla almeno due figure specifiche di diritti su diritti, costituite l'una dal pegno di crediti e di altri diritti, regolato dagli artt. 2800 ss. c.c., l'altra dall'ipoteca di usufrutto, superficie ed enfiteusi, prevista dall'art. 2810, comma 1, nn. 2-4. È necessario dunque esaminare queste figure ed analizzare la qualificazione che delle stesse è stata data nella dottrina.

Iniziando dal «pegno di crediti e di altri diritti», come lo definisce l'intitolazione della relativa sezione del capo III del titolo III del libro VI del codice, ci chiediamo dunque se questa figura sia effettivamente un'ipotesi positivamente riconosciuta di diritto avente ad oggetto un altro diritto, oppure se di essa si debba offrire una differente ricostruzione dogmatica. È evidente che, qualora al predetto interrogativo si rispondesse nel primo dei due sensi indicati, gli artt. 2800 ss. c.c. verrebbero a costituire un elemento decisivo a favore dell'ammissibilità della figura dei diritti su diritti. Non solo, ma la riconduzione del pegno di crediti alla figura dei diritti su diritti dovrebbe condurre a qualificare allo stesso modo anche l'usufrutto di crediti, in considerazione delle consi-

stenti affinità che ricorrono tra pegno e usufrutto, quantomeno sotto il profilo che qui interessa.

Concentrando la nostra attenzione sul pegno di crediti, che presenta maggiore affinità con l'usufrutto di crediti che costituisce oggetto della nostra indagine, ricordiamo che in dottrina ne sono state proposte diverse ricostruzioni.

Secondo un primo orientamento, nella costituzione di un pegno di crediti si dovrebbe ravvisare un fenomeno di cessione del credito pignorato, in cui cedente sarebbe il costituente e cessionario il creditore pignoratizio. Di questa teoria sono state formulate diverse varianti, ciascuna delle quali si espone a critiche specifiche⁵, e che comunque non risultano convincenti perché la costituzione del pegno sul credito non dà luogo ad

⁵ Della teoria della cessione sono state elaborate numerose varianti.

Nella dottrina tedesca ne sono state formulate tre (per l'illustrazione e la critica di tali teorie, nonché per i riferimenti bibliografici, v. DI PACE, *Il pegno dei crediti*, Padova 1939, p. 74 ss.; SALV. ROMANO, *Natura giuridica del pegno di credito*, Milano 1928, p. 20 ss.). a) Secondo alcuni si tratterebbe di una *cessione condizionale* sospensivamente all'inadempimento (o risolutivamente all'inadempimento) del debitore principale (MÜHLENBRUCH); ma si è obiettato che, in caso di inadempimento del debitore principale, il creditore pignoratizio non può considerarsi titolare del credito dato in pegno, avendo soltanto il diritto di promuovere la vendita o di chiedere l'assegnazione del credito stesso. b) Secondo altri si tratterebbe di una *cessione limitata*, cioè che avrebbe ad oggetto soltanto alcune delle facoltà inerenti alla posizione creditoria, e precisamente tutte quelle facoltà che sono necessarie perché possa realizzarsi la funzione di garantire il creditore pignoratizio, e che si risolvono sostanzialmente nella facoltà di riscuotere il credito oggetto di pegno e nel successivo diritto di pegno sul capitale che è stato così riscosso (EXNER, DERNBURG); in senso critico si è osservato in primo luogo che il costituente e il creditore pignoratizio non intendono costituire un pegno sul capitale, ma vogliono fare oggetto di pegno proprio il credito, e in secondo luogo che la criticata impostazione non chiarisce quale sarebbe la fonte del pegno sul capitale che si verrebbe a costituire una volta adempiuto il debito oggetto di pegno. c) Un terzo orientamento vede nella costituzione di un pegno di credito una *cessione cooptativa*, con ciò intendendosi non una cessione vera e propria bensì l'aggiunta di un nuovo creditore (il creditore pignoratizio) al precedente (il costituente), con vincolo di solidarietà attiva (HELLWIG); si è rilevato però che se si fosse effettivamente in presenza di un'obbligazione solidale dal lato attivo, il debitore potrebbe pagare a sua scelta all'uno o all'altro creditore (finché uno dei due non dispieghi una domanda giudiziale), mentre nel *pignus nominis* ciò non solo non si verifica, ma se si verificasse renderebbe vana la funzione di garanzia, poiché implicherebbe che il debitore costituente possa ricevere il pagamento.

Nella dottrina italiana risalente, invece, si è affacciata la tesi che la costituzione di un pegno di credito integrerebbe una *cessione pro solvendo*, con la quale il debitore principale cederebbe al creditore pignoratizio il credito oggetto di pegno, riscosso il quale il debito principale si estinguerrebbe (ALLORIO, *La cosa giudicata rispetto ai terzi*, Milano 1935, p. 199), ma PRATIS, *Della tutela dei diritti*, in *Comm. UTET*, libro VI, t. II, Torino 1982, p. 127, obietta che il cessionario *pro solvendo* ha la facoltà di riscuotere il credito perché né è titolare, mentre il creditore pignoratizio ha soltanto lo *ius exigendi* non accompagnato dalla titolarità del credito; che il creditore pignoratizio ha anche la facoltà di farsi assegnare il credito, che non avrebbe senso se il credito fosse già suo; che la *cessio pro solvendo* ha funzione solutoria mentre il pegno ha funzione di garanzia; che la cessione del credito non fa sorgere in alcun modo il problema del divieto del patto commissorio, mentre la costituzione del pegno sì, discendendo da ciò che il creditore pignoratizio non può appropriarsi automaticamente del credito oggetto di pegno.

CHIRONI, *Trattato dei privilegi, delle ipoteche e del pegno*, I, 2^a ediz., Milano-Torino-Roma 1917, p. 83 ss. e 528 ss., ha ravvisato nel *pignus nominis* una speciale forma di cessione del credito caratterizzata dallo scopo di pegno, e connotata per questo da caratteri diversi rispetto alla cessione ordinaria.

alcun fenomeno traslativo del credito stesso, né totale né parziale⁶.

Secondo un diverso orientamento la costituzione di pegno su un credito darebbe luogo ad un fenomeno di sostituzione sostanziale nell'esercizio del diritto altrui⁷, ma si è fondatamente obiettato che il creditore pignoratorio di fronte ai terzi esercita un diritto proprio, e anche quando chiede al debitore del credito dato in pegno il pagamento di questo credito, il creditore pignoratorio non esercita il diritto del suo debitore, ma esercita un potere conferitogli dal diritto di pegno⁸.

Merita un'attenta considerazione la tesi secondo la quale il pegno di crediti, insieme a tutte le altre fattispecie di c.d. diritti su diritti, dovrebbe essere ricostruito nei termini di una successione costitutiva, che si verifica allorché il titolare di un diritto ne costituisce in capo a un terzo uno nuovo, che si aggiunge al precedente, e che ha come contenuto alcune delle facoltà comprese nel diritto originario, nell'esercizio delle quali il titolare di quest'ultimo viene corrispondentemente limitato⁹. Così la costituzione del pegno (o dell'usufrutto) sul credito consisterebbe nella creazione di un diritto il cui contenuto è costituito da alcune delle facoltà inerenti al credito originario, che il creditore non potrà esercitare. La ricostruzione del pegno (e dell'usufrutto) di credito in termini di successione costitutiva appare senz'altro corretta e pertanto merita di essere condivisa¹⁰. Ciò che non è affatto condivisibile è sostenere che il diritto generato in virtù di successione costitutiva non possa che avere la medesima natura del diritto originario, e

⁶ GORLA-ZANELLI, *Del pegno. Delle ipoteche*, in *Comm. Scialoja-Branca*, 4^a ediz., Bologna-Roma 1992, sub artt. 2800-2801, p. 151; RUBINO, *Il pegno*, in *Tratt. Vassalli*, 2^a ediz., Torino 1949, p. 209.

⁷ La più articolata formulazione di questa tesi si deve a DI PACE, *op. cit.*, p. 112 ss. e p. 139 ss., il quale, dopo avere premesso che la sostituzione dà luogo a una legittimazione (del sostituto) ad esercitare un diritto altrui (del sostituito), e dopo avere delineato un parallelismo tra il pegno di crediti e cessione dei beni ai creditori, distingue tre specie di sostituzione, quella legale, quella coattiva (per provvedimento del giudice) e quella volontaria, riconducendo il *pignus nominis* all'ultima di esse.

⁸ RUBINO, *op. cit.*, p. 209 s.; PRATIS, *op. cit.*, p. 126 s.

⁹ In Italia FERRARA, *L'usufrutto de' crediti nel diritto civile italiano*, in *Riv. it. per le scienze giur.* 1904, p. 400 ss., che riprende la tesi formulata in Germania da Bekker; alla teoria della successione costitutiva viene talora ricondotta anche la posizione di Chironi, che abbiamo già illustrato precedentemente in nota.

¹⁰ Le critiche che sono state rivolte a questa tesi dalla dottrina che ha indagato la natura del pegno di crediti non risultano convincenti: DI PACE, *op. cit.*, pp. 103-112, oltre ad esprimere perplessità in generale sul concetto di successione costitutiva, rileva: 1) che il terzo debitore non assume alcun obbligo verso il creditore pignoratorio (né di pagare a quest'ultimo né di pagare al proprio creditore); 2) che il creditore non può costituire lo *ius exigendi* in capo a un terzo mantenendo la titolarità del credito; 3) che il debito rimane comunque obbligato verso il creditore, mentre si sposta solo la direzione nella quale deve avvenire il pagamento; secondo RUBINO, *op. cit.*, p. 209, e PRATIS, *op. cit.*, p. 126 ss., invece, la teoria della successione costitutiva non spiegherebbe perché il diritto costituito si possa far valere verso il debitore del credito dato in pegno, né come si giustifichi la prelazione nei confronti dei creditori chirografari e il diritto di seguito nei confronti dei successivi acquirenti.

che pertanto il c.d. pegno e il c.d. usufrutto di credito costituirebbero nuovi diritti di credito nei confronti del medesimo debitore¹¹. Infatti la successione costitutiva comporta soltanto che il diritto generato abbia un contenuto che non comprende facoltà estranee al contenuto del diritto dal quale è generato, poiché *nemo plus iuris in alium transferre potest quam ipse habet*, ma non impone affatto che il nuovo diritto condivida la natura di quello originario. Pertanto non v'è nessun ostacolo a ritenere che il titolare di un diritto di credito possa costituire un diritto reale (di pegno o di usufrutto), costituito da alcune facoltà rientranti nel contenuto del credito.

Non è condivisibile nemmeno sostenere che nella successione costitutiva il diritto generato debba avere lo stesso oggetto di quello originario, sul quale dunque verrebbero ad esistere contemporaneamente due diritti, tra loro non incompatibili, ciascuno dei quali volto a garantire una specifica utilità; in questo modo il pegno su un diritto di credito si risolverebbe in realtà nel diritto ad ottenere una prestazione del debitore, entro i limiti del credito originario¹². È ben vero che il pegno di credito attribuisce delle facoltà che si possono esercitare nei confronti del debitore, ma tali facoltà non sono attribuite in via immediata bensì in via mediata, e cioè solo in quanto sussiste il diritto su un diritto (di credito) nel cui contenuto rientrano queste facoltà: dunque il pegno grava anzitutto sul credito e solo successivamente, e in conseguenza di ciò, attribuisce una pretesa ad una prestazione nei confronti del debitore. E del resto l'oggetto dell'espropriazione forzata e del diritto di seguito è costituito proprio dal credito.

In conclusione è corretto ritenere che la costituzione del pegno di credito (ma la stessa considerazione vale anche per l'usufrutto di credito) è un fenomeno di successione costitutiva, ma va osservato che tale fenomeno dà luogo alla costituzione di un diritto reale (di pegno o di usufrutto) avente ad oggetto il diritto che lo ha generato (il credito)¹³.

La dottrina più recente è sostanzialmente concorde nel ritenere che il pegno di crediti sia un vero e proprio diritto reale di pegno: in sostanza tale dottrina non ha ravvisato particolari difficoltà di ordine concettuale nel riconoscere al pegno di crediti la me-

¹¹ FERRARA, *op. loc. cit.*, in particolare p. 408 s.

¹² NICOLÒ-GIORGIANNI, voce *Usufrutto (Diritto civile)*, in *Nuovo Dig. It.*, XII, 2, Torino 1940, p. 782 s.; SCOZZAFAVA-BELLANTE, *I beni*, cit., p. 26 s.; FERRARA, *op. cit.*, p. 400 ss.

¹³ SALV. ROMANO, *op. cit.*, p. 47 ss.; BIONDI, *I beni*, cit., p. 32.

desima natura (di diritto reale) che viene attribuita al pegno di cose materiali¹⁴.

In effetti una serie di elementi depone a favore della ricostruzione dogmatica del pegno di crediti come vero e proprio diritto reale di pegno. In primo luogo va considerata la circostanza che il nostro ordinamento in numerosi casi equipara i diritti alle cose materiali, come abbiamo visto nel paragrafo precedente; tale circostanza è ancora più evidente per il pegno, atteso che, in caso di inadempimento del debitore, sono previste due distinte forme di esecuzione forzata per espropriazione (artt. 513 ss. e 543 ss. c.p.c.). In secondo luogo si riscontra un'identità funzionale e strutturale tra la figura in esame e il pegno di cose materiali, poiché come in quest'ultimo il costituente è privato della possibilità di godere di un bene, che è vincolato alla garanzia del credito, non può essere utilizzato né fatto proprio dal creditore garantito, ma può essere venduto o alienato in caso di inadempimento del debitore, così nel pegno di crediti il costituente è privato della possibilità di riscuotere il credito pignorato, che è vincolato alla garanzia del credito principale, deve essere riscosso dal creditore pignoratizio che però non può fare proprio quanto ricevuto, ma può solo chiederne la vendita o l'assegnazione. Un terzo elemento che assume rilievo è la circostanza che, allorquando il creditore pignoratizio riscuote il credito oggetto di pegno che nel frattempo è venuto a scadenza, il pegno si trasferisce sulle somme o sulle cose rimosse, determinandosi in tal modo una surrogazione reale: così infatti deve ritenersi benché l'art. 2803 c.c. sulla riscossione del credito dato in pegno non menzioni espressamente siffatto trasferimento, ma si limiti soltanto a prevedere l'obbligo per il creditore pignoratizio di depositare le somme o le cose rimosse, ovvero, se il credito garantito è scaduto, la possibilità per lo stesso creditore pignoratizio

¹⁴ PRATIS, *op. cit.*, p. 129; RUBINO, *op. cit.*, p. 210 s.; SALV. ROMANO, *op. cit.*, p. 74 ss.; REALMONTE, *Il pegno*, in *Tratt. Rescigno*, 19, 2^a ediz., Torino 1997, p. 799 s.; GABRIELLI, *Il pegno*, in *Tratt. Sacco*, Torino 2005, p. 203. Occorre dare conto anche della posizione di GORLA-ZANELLI, *op. cit.*, sub artt. 2800-2801, p. 150, e di RUSCELLO, in *Codice civile annotato con la dottrina e la giurisprudenza*, a cura di Perlingieri, 2^a ediz., Napoli-Bologna 1991, sub art. 2800, p. 355 s., secondo i quali le disquisizioni sulla natura giuridica del pegno di crediti non avrebbero rilievo poiché sarebbero prive di riflessi sulla disciplina dell'istituto, che risulterebbe delineata in modo sufficientemente compiuto dal diritto positivo, sull'esegesi del quale occorrerebbe piuttosto concentrarsi. Qualche opinione contraria alla qualificazione del *pignus nominis* come vero e proprio diritto di pegno si registra al di fuori delle trattazioni specificamente dedicate a tale diritto di garanzia: v. BIGLIAZZI GERI, *Usufrutto, uso, abitazione*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano 1979, p. 147, la quale sostiene che l'istituto in esame si risolverebbe nell'attribuzione al creditore pignoratizio della mera legittimazione a riscuotere il credito ricevuto in pegno, riecheggiando così la teoria della cessione limitata che si è sommariamente esposta precedentemente in nota, ed esponendosi alle medesime critiche che sono state rivolte a tale teoria.

di farle vendere o di chiederne l'assegnazione¹⁵. Infine non può essere trascurato il dato che mancano adeguate costruzioni alternative della figura del pegno di crediti, essendo risultate insoddisfacenti tutte le proposte che sono state elaborate finora.

In conclusione, il pegno di credito è un vero e proprio diritto reale di pegno che ha ad oggetto il credito, e dunque costituisce una fattispecie positivamente ammessa di diritto su diritto.

4. L'ipoteca su diritti.

Veniamo ora alla seconda figura specifica di diritto su diritto conosciuta dal nostro ordinamento, costituita dall'ipoteca di usufrutto, superficie ed enfiteusi, prevista dall'art. 2810, comma 1, nn. 2-4. Anche per questa figura è necessario analizzare la qualificazione proposta dalla dottrina.

A dire il vero all'indagine sulla natura dell'ipoteca su diritti non sono stati dedicati un'attenzione e un approfondimento analoghi a quelli che sono stati riservati al pegno di diritti e al pegno di crediti in particolare. Nei principali lavori dedicati al diritto reale in questione si trova affermato soltanto, in modo alquanto succinto, che nei casi previsti dalle disposizioni succitate oggetto dell'ipoteca è «il bene, in quanto oggetto di un diritto del datore armonizzabile con il vincolo ipotecario», o più precisamente il bene «come sta nella sfera patrimoniale del datore»¹⁶; che oggetto dell'ipoteca è un bene, ancorché questa costruzione trovi difficoltà di adattamento all'ipotesi di ipoteca sul diritto di superficie, perché in questo caso «sembra esatto ritenere che oggetto dell'ipoteca debba essere il diritto, in quanto tale»¹⁷; che «oggetto dell'ipoteca è sempre un *bene* ... mentre il contenuto dell'ipoteca può essere rappresentato, a seconda dei casi, dal diritto di proprietà, o di usufrutto, o di superficie, o di enfiteuta, o di direttario, o di credito sul bene»¹⁸; che «oggetto dell'ipoteca ... sono dunque in ogni caso i “diritti”. Ma lo stesso concetto può essere espresso anche dicendo che oggetto dell'ipoteca sono i “beni”, non

¹⁵ *Contra* DI PACE, *op. cit.*, p. 128 ss., che ravvisa nella specie non una surrogazione reale del pegno, ma una sua estinzione con nascita di un nuovo pegno su un altro oggetto; di “trasformazione” parla RUBINO, *op. cit.*, p. 211.

¹⁶ FRAGALI, voce *Ipoteca (dir. priv.)*, in *Enc. d.*, XXII, Milano 1972, p. 781.

¹⁷ RAVAZZONI, *Le ipoteche*, in *Tratt. Rescigno*, 20, 2^a ediz., Torino 1998, p. 30 ss.; ID., *Le ipoteche*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano 2006, p. 85 ss.

¹⁸ GENTILE, *Le ipoteche. Commento agli artt. da 2808 a 2899 del Codice Civile*, Roma 1961, p. 25.

peraltro nella loro consistenza materiale ma nella loro qualificazione giuridica»¹⁹.

Dalle affermazioni che abbiamo appena riportato emerge a nostro avviso in modo chiaro che la dottrina percepisce come non appagante l'affermazione per cui l'oggetto dell'ipoteca su usufrutto, enfiteusi, superficie o rendita è sempre un bene materiale (immobile); d'altro canto, però, la stessa dottrina per prudenza non vuole spingersi fino ad affermare che oggetto dell'ipoteca sono senz'altro i diritti menzionati nell'art. 2808 c.c., e per questo cerca di elaborare un concetto astratto che possa esprimere, con un qualche fondamento logico e dogmatico, l'oggetto dell'ipoteca. Questi tentativi però danno luogo a costruzioni artificiali e poco chiare, e pertanto non possono dirsi riusciti.

Si consideri poi che, laddove il creditore ipotecario proceda ad esecuzione forzata, oggetto dell'espropriazione, nonché del successivo acquisto del terzo che risulti aggiudicatario all'esito della procedura, saranno proprio i diritti summenzionati e non l'immobile sul quale essi gravano²⁰.

V'è infine un ultimo argomento che depone a favore della tesi per cui oggetto dell'ipoteca, nei casi previsti dall'art. 2810, nn. 2-4, è il diritto di usufrutto, di superficie, di enfiteusi, e non il bene immobile su cui questi ultimi gravano. Consideriamo il diritto di seguito, che costituisce una facoltà fondamentale attribuita dall'ipoteca, e facciamo l'ipotesi che quest'ultima gravi sull'usufrutto. Il diritto di seguito non consiste nella facoltà di aggredire il bene materiale nell'eventualità in cui venga alienato, perché questa alienazione lascia immutata la situazione del debitore che rimane titolare dell'usufrutto; il diritto di seguito consiste invece, evidentemente, nella possibilità per il creditore ipotecario di aggredire proprio il diritto di usufrutto nell'eventualità in cui questo venga alienato a un soggetto diverso dal debitore.

Appare dunque più semplice, più coerente dal punto di vista dogmatico, e inoltre più rispondente alla lettera della norma, dire che oggetto di queste particolari figure di ipoteca sono i diritti di usufrutto, superficie, enfiteusi. Dunque anche nella fattispecie prevista dall'art. 2810, comma 1, nn. 2-4 si deve ravvisare un'ipotesi positivamente riconosciuta di diritto su diritto.

¹⁹ MAIORCA, voce *Ipoteca*, in *Nov. D.*, IX, Torino 1963, p. 57, alla cui impostazione aderisce LOCATELLI, *op. cit.*, p. 793.

²⁰ GORLA-ZANELLI, *op. cit.*, sub art. 2810, p. 227; BIONDI, *I beni*, cit., p. 28.

Una parte della dottrina ha rilevato che anche la costituzione di ipoteca di un diritto deve essere ricondotta al fenomeno della successione costitutiva, aggiungendo poi che l'ipoteca così costituita non avrebbe ad oggetto il diritto dal quale è stato generato bensì la cosa che costituisce oggetto di quest'ultimo, sulla quale dunque vi sarebbero contemporaneamente due diritti, tra loro non incompatibili, ciascuno dei quali atto a garantire una specifica utilità. L'ipoteca su un diritto di usufrutto, di enfiteusi, di superficie, si risolverebbe pertanto in un'ipoteca sul bene oggetto dell'usufrutto, dell'enfiteusi, della superficie, entro i limiti di questi ultimi diritti²¹. Ma questa impostazione è critica-
bile per la ragione, già illustrata trattando del pegno di crediti, che confonde l'oggetto mediato del diritto con quello immediato, essendo il primo la cosa materiale, il secondo il diritto di usufrutto, enfiteusi, superficie che su di essa grava. Dunque l'ipoteca, nelle ipotesi considerate, grava anzitutto sul diritto e solo successivamente, e in conseguenza di ciò, attribuisce una qualche utilità sul bene che del diritto costituisce oggetto.

5. Ammissibilità della figura dei diritti su diritti e suoi limiti.

Le considerazioni che abbiamo svolto finora ci hanno portato in primo luogo ad affermare che, sul piano della teoria generale del diritto, è possibile ammettere che i diritti costituiscano oggetto di diritti, in secondo luogo a rilevare che, sul piano del diritto positivo, il nostro ordinamento prevede almeno due ipotesi di diritti su diritti, costituite dal pegno e dall'ipoteca su diritti, la cui qualificazione corretta appare essere quella di diritti reali, rispettivamente di pegno e di ipoteca, aventi ad oggetto un altro diritto.

Alla luce di ciò, possiamo concludere che la figura dei diritti su diritti è senz'altro ammessa²². Questo però non vuol dire che in via generale ogni diritto possa avere ad oggetto un altro diritto (purché compatibile con la sua natura), ma al contrario la figura dei diritti su diritti ricorre in un numero di ipotesi ben definito.

Innanzitutto ad avere ad oggetto un altro diritto possono essere esclusivamente i diritti reali, poiché soltanto questi ultimi consistono in una pretesa su un bene (*iura in re*), da intendersi nel senso che abbiamo sopra indicato; per i crediti per contro il fenomeno è inconcepibile, poiché essi non consistono in una pretesa che si rivolge verso un

²¹ NICOLÒ-GIORGIANNI, voce *Usufrutto*, cit., p. 782 s.; SCOZZAFAVA-BELLANTE, *I beni*, cit., p. 26 s.

bene, bensì in una pretesa nei confronti di una persona (*iura in personam*)²³.

Aggiungiamo poi che, tra i diritti reali, soltanto l'usufrutto, il pegno e l'ipoteca possono avere ad oggetto un altro diritto (e non è un caso che per ciascuno di essi il codice contenga delle disposizioni in tal senso: art. 1000, artt. 2800 ss., art. 2810, comma 1, nn. 2-4), mentre ciò è logicamente inammissibile per gli altri diritti reali: la proprietà di un diritto non ha senso²⁴; l'enfiteusi, la superficie, la servitù, l'abitazione possono avere ad oggetto solo beni immobili; forse qualche possibilità potrebbe prospettarsi per l'uso, ma soltanto in astratto.

Pertanto i diritti su diritti si possono configurare soltanto nei casi espressamente previsti dalla legge, e dunque essi costituiscono un *numerus clausus*.

6. L'usufrutto di crediti. Osservazioni generali sulle tipologie di crediti che possono costituire oggetto di usufrutto.

Dopo avere chiarito che in generale può dirsi presente nel nostro ordinamento la figura dei diritti su diritti, occorre ora prendere in esame nello specifico l'usufrutto di credito, per chiedersi se esso possa effettivamente essere inquadrato all'interno della predetta figura o se invece debba essere qualificato in modo diverso.

Preliminarmente però occorre delineare l'ambito della figura del c.d. usufrutto di crediti, prescindendo per il momento dall'indagine sulla sua natura (se di vero usufrutto o diversa). Occorre chiedersi, dunque, quali crediti possono costituire oggetto di usufrutto.

²² In questo senso si è pronunciato autorevolmente WINDSCHEID, *Diritto delle pandette*, I, trad. di Fadda e Bensa, Torino 1925, p. 141 ss., la cui tesi è condivisa dai citati traduttori nella nota *t* al libro secondo, in *Diritto delle pandette*, IV, Torino 1926, p. 232 ss.

²³ Secondo BIONDI, *I beni*, cit., p. 32 s., la possibilità di costituire un diritto su un diritto dipende dalla struttura del diritto che si costituisce in rapporto al contenuto del diritto che ne dovrebbe formare oggetto.

²⁴ La tesi per cui i diritti di credito sarebbero oggetto di un diritto di proprietà è stata elaborata in Francia da GINOSSAR, *Droit réel, propriété et créance*, Parigi 1960; secondo questo autore, la proprietà potrebbe avere ad oggetto sia beni materiali, sia beni immateriali, sia crediti; anche i diritti reali su cosa altrui sarebbero diritti di credito ("crediti reali"), aventi ad oggetto una prestazione negativa o anche positiva, correlativa ad una "obbligazione reale" che graverebbe sul soggetto che si trova attualmente in relazione proprietaria con la cosa; la proprietà, i "crediti reali" e i "crediti personali" sarebbero caratterizzati tutti da una *obligation passive universelle* che garantirebbe il rispetto di tali diritti. V. altresì in Germania LEONHARD, *Allgemeine Schuldrecht des BGB*, I, *Besonderes Schuldrecht des BGB*, Monaco-Lipsia 1929, p. 60 ss.; in Italia VENEZIAN, *Dell'usufrutto*, I, cit., p. 15, e FINZI, *op. cit.*, p. 81 ss. Per una critica alla tesi di Ginossar, v. PUGLIESE, voce *Diritti reali*, in *Enc. d.*, XII, Milano 1964, p. 770; COMPORTI, *Diritti reali in generale*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano 1980, p. 60 ss.; ENNECCERUS-LEHMANN, *Recht der Schuldverhältnisse*, 14^a ediz., Tubinga 1954, p. 2 s.; LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts*, I, 14^a ediz., Monaco 1987, § 2 II, p. 18 nota 22 e § 33 III, p. 572 ss.

Sicuramente tale possibilità va riconosciuta per i crediti pecuniari, che costituiscono la fattispecie di usufrutto di crediti di gran lunga più importante, per almeno tre ragioni. In primo luogo questa è l'ipotesi che riveste il maggiore interesse pratico, anche in vista della ricostruzione della disciplina dell'usufrutto di titoli di credito, che per lo più incorporano crediti di questo genere. In secondo luogo solo i crediti pecuniari sono in grado di produrre frutti, e dunque solo l'usufrutto di crediti pecuniari può fornire all'usufruttuario un'utilità immediata, senza che sia necessario attendere la scadenza e il successivo pagamento del debito. Infine quella dell'usufrutto di credito pecuniario è l'unica fattispecie di usufrutto di credito specificamente riconosciuta dal diritto positivo (art. 1000 c.c.).

L'usufrutto però può gravare anche su un credito non avente ad oggetto il pagamento di una somma di denaro: si fanno gli esempi del credito alla consegna di una cosa di proprietà del costituente e del credito all'attribuzione di cose non consumabili la cui proprietà debba essere trasferita al costituente, cui si aggiunge l'usufrutto sul credito del conduttore al godimento del bene²⁵. L'usufrutto di crediti non pecuniari è bensì concepibile in astratto, ma di scarsa o nulla utilità pratica: poiché i crediti non pecuniari non sono fruttiferi, l'usufrutto che gravasse su di essi non sarebbe suscettibile di procurare alcuna utilità all'usufruttuario, se non dopo la sua esazione, quando l'usufrutto si trasferirà sulle cose riscosse. Il Ferrara ha accostato l'usufrutto di credito infruttifero all'usufrutto su un fondo sterile o – per fare un esempio che si attaglia al diritto romano – all'usufrutto su uno schiavo inidoneo a prestare la propria opera perché ammalato o troppo anziano: in tutti questi casi l'usufrutto non è di per sé nullo, ma semplicemente inutile²⁶. Se si tratta di crediti aventi ad oggetto una prestazione di dare, la costituzione dell'usufrutto su di essi è un mezzo per costituire il futuro usufrutto o quasi usufrutto sulla cosa che costituisce oggetto della prestazione dovuta dal debitore²⁷. Se invece si tratta di crediti aventi ad oggetto una prestazione di fare o di non fare, la costituzione

²⁵ FRANÇON, *L'usufruit des créances*, in *Revue Trimestrelle de Droit civil* 1957, p. 3.

²⁶ FERRARA, *op. cit.*, p. 335 ss.

²⁷ La dottrina francese però ritiene che l'usufrutto su credito non pecuniario si estingua senz'altro per effetto dell'adempimento, senza che possa operare in qualche modo un suo trasferimento sull'oggetto della prestazione eseguita (LIBCHABER, *L'usufruit des créances existe-t-il?*, in *Revue Trimestrelle de Droit civil* 1997, p. 623 s.; FRANÇON, *op. cit.*, p. 3.; cfr. altresì in Spagna LACRUZ BERDEJO, in *Elementos de derecho civil*, III, 2, 2^a ediz., Barcellona 1991, p. 81 nota 22; DíEZ PICAZO-GULLÓN, *Sistema de derecho civil*, III, 5^a ediz., Madrid 1994, p. 428). Il BGB, che è l'unico codice ad affrontare espressamente la questione, pre-

dell'usufrutto appare priva di qualsivoglia funzione economico-sociale.

Per queste ragioni nella presente trattazione faremo riferimento eminentemente all'usufrutto di crediti pecuniari, dedicando soltanto alcune osservazioni specifiche, laddove si renderà necessario o opportuno, all'usufrutto di crediti non pecuniari²⁸.

Abbiamo chiarito dunque che l'usufrutto in astratto può essere costituito su tutte le specie di crediti, sebbene in concreto il tipo di credito che si presta maggiormente ad essere gravato dall'usufrutto sia quello pecuniario. V'è però un limite, questa volta non di carattere pratico bensì giuridico, alla possibilità di costituire l'usufrutto su un credito: tale possibilità infatti è preclusa se si tratta di crediti incedibili. Questo limite è chiaramente riconosciuto dalla dottrina italiana e francese²⁹, ed è espressamente sancito dal diritto positivo in Spagna (art. 469 c.c.) e in Germania (par. 1069, co. 2, BGB). Pacifico che tale limite sussiste se il divieto di cessione è posto dalla legge, ci si deve chiedere però se esso valga altresì allorché il medesimo divieto abbia fonte convenzionale, essendo frutto di un accordo tra debitore e creditore. Nonostante nella dottrina spagnola si registri una risposta negativa³⁰, a nostro avviso si deve applicare analogicamente l'art. 1260 c.c., che, come vale per la cessione *tout court* del credito, così deve valere anche per la cessione derivativo-costitutiva qual è quella che si verifica con la costituzione

prevede al § 1075 che in ogni caso l'usufrutto sopravviva sull'oggetto della prestazione eseguita: per una trattazione più approfondita sul punto rinviamo alla sezione seguente, par. 4.

²⁸ Si ammette che possano costituire oggetto di usufrutto pure diritti assoluti: la fattispecie però, oltre a fuoriuscire dall'ambito della presente trattazione, appare di scarsa rilevanza pratica, per cui ci limiteremo a dedicare ad essa alcuni brevi cenni. Il problema che si può sollevare è quello di stabilire quali diritti assoluti possano costituire oggetto di usufrutto. Un analogo problema si pone per l'ipoteca, ma in questo caso esso è risolto direttamente dal diritto positivo, poiché l'art. 2810 c.c. elenca in modo specifico i diritti assoluti che possono formarne oggetto. Per quanto riguarda il pegno, l'art. 2806 c.c. fa riferimento genericamente ai «diritti diversi dai crediti». All'interno della disciplina dell'usufrutto, invece, non si rinviene alcuna disposizione in proposito. Tuttavia non esistono limiti di carattere normativo, derivanti da disposizioni espresse o da principi, che precludano l'estensione dell'usufrutto di diritti in questa direzione. Pertanto pare che debbano essere esclusi solo quei diritti per i quali sussista un'incompatibilità derivante dalla natura dei medesimi (un esempio ovvio è costituito dal diritto di proprietà) o dalla natura dell'usufrutto. Deve ritenersi impossibile costituire un usufrutto sui diritti di uso e di abitazione, sulle servitù e sui diritti reali di garanzia (LACRUZ BERDEJO, *op. cit.*, p. 81; DíEZ PICAZO-GULLÓN, *op. cit.*, p. 430). Sono ammessi invece l'usufrutto di usufrutto (PÉREZ GONZÁLES-ALGUÉR, annotazioni alla traduzione spagnola di WOLFF, *Sachenrecht*, in *Lehrbuch des Bürgerlichen Rechts*, di Enneccerus, Kipp, Wolff, III, 2, Barcellona 1971, p. 119; *contra* WOLFF, *op. cit.*, p. 115) e l'usufrutto di un diritto di proprietà intellettuale (FRANÇON, *op. cit.*, p. 3; WOLFF, *op. cit.*, p. 116), cui si aggiungono l'usufrutto di enfiteusi e di superficie (PUGLIESE, *Usufrutto, uso, abitazione*, in *Tratt. Vassalli*, Torino 1954, p. 653 ss.; LACRUZ BERDEJO, *op. cit.*, p. 81 ss.; PUIG PEÑA, *Compendio de derecho civil español*, II, *Derechos reales*, Barcellona 1966, p. 489 s. e p. 491 s.; *contra*, sulla superficie, WOLFF, *op. cit.*, p. 116 n. 4). Sull'usufrutto costituito sulla nuda proprietà, vedi LACRUZ BERDEJO, *op. cit.*, p. 8; PUIG PEÑA, *op. cit.*, p. 489; DíEZ PICAZO-GULLÓN, *op. cit.*, p. 430.

²⁹ Cfr. PUGLIESE, *op. ult. cit.*, p. 73 e 117 ss.; FERRARA, *op. cit.*, p. 341 ss.; FRANÇON, *op. cit.*, p. 7 s.

dell'usufrutto sul credito. In applicazione della predetta disposizione, il divieto di alienazione non ha tutela reale ma soltanto obbligatoria, e non è opponibile all'usufruttuario salvo che il debitore provi che questi ne era a conoscenza.

7. L'origine dell'usufrutto di crediti nel diritto romano.

Com'è noto l'usufrutto, sin dalle sue origini risalenti all'età repubblicana, veniva costituito per testamento su tutti i beni ereditari o su una quota dei medesimi. I giuristi romani si interrogarono pertanto sulla possibilità di configurare un usufrutto di crediti, allorquando questi ultimi fossero compresi all'interno del patrimonio ereditario.

Così nel Digesto si rinvengono diversi passi nei quali si fa riferimento alla figura in esame.

Nel primo di essi, Ulpiano ricorda il noto senatoconsulto, emanato probabilmente sotto l'imperatore Tiberio³¹, che aveva stabilito che si poteva costituire mediante legato l'usufrutto di tutte le *res* che risultassero nel patrimonio del disponente (e lo ricorda per osservare che da questo senatoconsulto è stato dedotto che si possa attribuire per legato anche un usufrutto avente ad oggetto cose che con l'uso si consumano o si deteriorano)³².

Due passi dopo quello appena citato se ne trova un altro in cui lo stesso Ulpiano, premesso che si potesse disporre un legato di usufrutto su tutte le *res* – come aveva previsto il senatoconsulto precedentemente menzionato –, si chiede espressamente se si possa costituire mediante un legato anche un usufrutto su crediti spettanti al *de cuius*; il giurista risponde che Nerva lo ha escluso, ma a suo avviso è più corretta l'opinione di Cassio e Proculo che ammettono tale possibilità. Ulpiano ricorda infine come lo stesso Nerva scriva che si può legare l'usufrutto anche allo stesso debitore e che a quest'ultimo si devono rimettere gli interessi³³. Il ragionamento sotteso al passo ulpiano sembra dunque il seguente: poiché il senatoconsulto ha stabilito che tutte le *res* possono costi-

³⁰ DÍEZ PICAZO-GULLÓN, *op. cit.*, p. 428.

³¹ ARANGIO-RUIZ, *Istituzioni di diritto romano*, 14^a ediz., Napoli 1998, p. 240.

³² *D. de usufr. ear. rer.*, VII, 5, 1: «*Senatus censuit, ut omnium rerum, quas in cuiusque patrimonio esse constaret, usus fructus legari possit: quo senatus consulto inductum videtur, ut earum rerum, quae usu tolluntur vel minuuntur, possit usus fructus legari*».

³³ *D. de usufr. ear. rer.*, VII, 5, 3: «*Post quod omnium rerum usus fructus legari poterit, an et nominum? Nerva negavit: sed est verius, quod Cassius et Proculus existimant, posse legari. idem tamen Nerva ipsi quoque debitori posse usum fructum legari scribit et remittendas ei usuras*».

tuire oggetto di usufrutto, e poiché tra le *res* si comprendono anche quelle *incorporales*, tra le quali si annoverano i crediti, questi ultimi possono costituire oggetto di usufrutto. Si può aggiungere che il passo immediatamente successivo a quello appena esaminato, ascritto al giurista Paolo, precisa che anche nel caso dell'*usufructus nominis* si deve prestare la cauzione³⁴.

Di considerevole interesse è poi un passo di Papiniano, nel quale si potrebbe forse scorgere, a nostro avviso, il primo nucleo della distinzione tra usufrutto di un credito pecuniario e usufrutto di una somma capitale, che emergerà in modo chiaro solo dopo molto tempo e con molta fatica, come dimostra il fatto che molti codici dell'Europa continentale, tra i quali il nostro, mostrano una certa confusione tra le due fattispecie. Dice il giurista che alla moglie che ha ricevuto in legato l'usufrutto sui beni del defunto marito sarà attribuito anche l'interesse dei capitali che il *de cuius* aveva dato in prestito, purché la stessa presti la cauzione come previsto dal citato senatoconsulto. Pertanto – prosegue – gli interessi dei crediti facenti parte dell'eredità, dovuti prima che la cauzione sia prestata, devono essere considerati nella cauzione come i capitali. Lo stesso non varrà per i crediti acquistati dall'erede (mediante dazione in prestito di denaro dell'eredità): in tal caso infatti saranno dati al legatario soltanto i capitali e, se è stato stabilito che siano restituiti anche gli interessi moratori, sopra questi non sarà data garanzia³⁵. In altre parole Papiniano distingue tra i capitali del *de cuius* dati in prestito dallo stesso e i capitali del *de cuius* dati in prestito dall'erede dopo l'apertura della successione, e precisa che gli interessi dei primi spettano all'usufruttuario (previa prestazione della cauzione), mentre lascia intendere che gli interessi dei secondi spettino all'erede. Orbene, questa soluzione pratica potrebbe forse trovare la sua spiegazione concettuale nel fatto che nel primo caso nell'eredità si trova un credito, avente ad oggetto la restituzione delle somme prestate a interesse, nel secondo caso invece vi si rinviene una somma capitale: pertanto l'oggetto dell'usufrutto legato alla vedova risulta diverso nei due casi.

Infine nel Digesto si rinviene un quarto passo che riguarda l'usufrutto di crediti,

³⁴ D. *de usufr. ear. rer.*, VII, 5, 4: «Ergo cautio etiam ab hoc exigenda erit».

³⁵ D. *de usu et usufr.* XXXIII, 2, 24 pr.: «Uxori fructu bonorum legato faenus quoque sortium, quas defunctu collocavit, post impletam ex senatus consulto cautionem praestabitur. igitur usuras nominum in hereditate relictorum ante cautionem interpositam debitas velut sortes in cautionem deduci necesse est.

dovuto a Cervidio Scevola. In esso, a fronte di una disposizione testamentaria del seguente tenore: «do in legato a mia moglie l'usufrutto dei miei beni, finché mia figlia compia diciotto anni», si domanda se l'usufrutto si estenda a comprendere i fondi sia rustici che urbani, gli schiavi, le suppellettili, nonché (è questo il punto rilevante) il *calendarium*, cioè il libro dei crediti, e il giurista risponde che l'usufrutto riguarda tutte le cose menzionate³⁶.

V'è poi da considerare una costituzione imperiale del 199 d.C., con la quale si dispone che se al marito è stato lasciato per testamento l'usufrutto su tutti i beni della moglie, sebbene quest'ultima abbia proibito che al marito sia chiesta la cauzione, tuttavia questi non potrà ricevere la prestazione dai debitori se non dopo avere prestato la cauzione nella forma prevista dal senatoconsulto³⁷.

Il diritto romano dunque conosceva l'usufrutto di crediti; tuttavia questa figura non poteva che rivestire un'importanza marginale, sia perché l'*obligatio* romana era concepita come un *vinculum* tra due persone determinate e pertanto non era trasmissibile, sia perché nella realtà economica del tempo i crediti rivestivano un ruolo secondario rispetto alla proprietà, specialmente fondiaria, che costituiva la principale forma di ricchezza. Per questa ragione i giuristi romani si sono sostanzialmente limitati ad enunciare l'ammissibilità della predetta figura, senza che quest'ultima conoscesse un significativo sviluppo concettuale né sotto il profilo della sua qualificazione giuridica come vero e proprio usufrutto o come diritto diverso, né sotto il profilo dell'elaborazione della sua disciplina³⁸.

L'affinamento concettuale dell'usufrutto di crediti e l'individuazione della sua disciplina hanno raggiunto esiti tutt'altro che soddisfacenti in tutto il diritto intermedio,

non idem servabitur nominibus ab herede factis: tunc enim sortes dumtaxat legatario dabuntur aut, quod propter moram usuras quoque reddi palcuit, super his non cavebitur».

³⁶ D. de usu et usufr. XXXIII, 2, 37: «*Uxori meae usum fructum lego bonorum meorum, usque dum filia mea annos impleat octodecim*»: *quaesitum est, an praediorum tam rusticorum quam urbanorum et mancipiorum et supellectilis itemque calendarii usus fuctus ad uxorem pertineat. respondit secundum ea quae proponerentur omniun pertinere».*

³⁷ C. de usufr. III, 33,1: *«Impp. Severus et Antoninus AA. Posidonio. Si usus fructus omnium bonorum testamento uxoris marito relictus est, quamvis cautionem a te prohibuerat exigi, tamen non aliter a debitoribus solutam pecuniam accipere poteris quam oblata secundum formam senatus consulti cautionem. PP. VI k. Oct. Anullino et Frontone cons. (a. 199)».*

³⁸ Secondo FERRARA, *op. cit.*, p. 351 ss., l'*usufructus nominis* dovette conformarsi all'usufrutto di cose consumabili e dunque essere considerato alla stregua di un quasi usufrutto, con la conseguenza che all'usufruttuario era attribuita la facoltà di riscuotere e fare proprio il capitale restituendolo al termine dell'usufrutto.

dove si sono succedute e alternate posizioni che vedevano nell'*usufructus nominis* una *species* dell'*usufructus pecuniae*, orientamenti che distinguevano le due figure riconducendo però entrambe al quasi usufrutto, e infine tesi secondo le quali l'usufruttario di un credito sarebbe legittimato a chiedere e a ricevere il pagamento in qualità di *procurator in rem suam* del creditore³⁹.

8. L'evoluzione dell'usufrutto di crediti nelle codificazioni dei Paesi dell'Europa continentale.

L'inadeguatezza dello sviluppo dottrinale della figura dell'usufrutto di crediti si ripercuote poi sulle codificazioni, tanto che il primo codice civile, quello francese del 1804, è del tutto privo di disposizioni specifiche che riguardino la predetta figura, e nell'art. 581, che si occupa di determinare l'oggetto dell'usufrutto, dispone genericamente che «Il peut être établi sur toute espèce de biens meubles ou immeubles», senza fare alcuna menzione specifica dei diritti. Anzi dalla definizione di usufrutto che è fornita dall'art. 578 si dispone che «L'usufruit est le droit de jouir des choses dont un autre a la propriété, comme le propriétaire lui-même, mais à la charge d'en conserver la substance», facendo dipendere così l'usufrutto dall'esistenza di un diritto di proprietà sul bene, e rendendo pertanto più difficile sostenere in via interpretativa che l'usufrutto possa essere collegato invece a un diritto e in particolare a un diritto di credito.

Nonostante la formulazione dell'art. 578, e facendo leva sulla genericità della disposizione dell'art. 581, Laurent nel 1869 giunge ad ammettere la possibilità di costituire l'usufrutto anche su un diritto⁴⁰: «Siccome i diritti sono altresì compresi fra i mobili o gl'immobili, bisogna decidere, per applicazione dell'art. 581, che l'usufrutto può essere costituito tanto sulle cose corporali che su quelle incorporali». Per cose incorporali l'autore intende i diritti, conformemente alla distinzione gaiana delle *res* della quale abbiamo accennato in precedenza: infatti subito dopo la riportata affermazione di carattere generale, prendendo in considerazione nello specifico i beni sui quali può essere costituito l'usufrutto, vi annovera il “diritto di locazione” e lo stesso diritto di usufrutto, vi esclude per contro il diritto di servitù, ma dei diritti di credito non fa cenno alcuno.

³⁹ Per un'attenta ricostruzione delle diverse posizioni assunte dai giuristi dell'età intermedia, si veda FERRARA, *op. cit.*, p. 355 ss.

⁴⁰ *Principii di diritto civile*, VI, trad. di Trono, Napoli-Roma 1881, p. 450 s.

Una volta ammesso che l'usufrutto possa essere costituito su un diritto, si è compiuto il passo successivo di affermare che anche un credito ne può costituire oggetto⁴¹. Ma si deve attendere il 1957 perché, con un saggio di Françon⁴², sia sviluppato il primo tentativo di ricostruire in modo organico la figura in esame, seguito poi, a quarant'anni di distanza, da un altro approfondimento analitico, dovuto a Libchaber⁴³ (che peraltro approda ad esiti molto diversi rispetto al precedente). È significativo che Françon, nelle prime pagine del suo scritto, metta in evidenza la lacuna del codice francese rispetto agli altri codici dell'Europa continentale, i quali contemplano tutti l'usufrutto di crediti (anche se a dire il vero solo alcuni si soffermano a dettarne una disciplina più o meno articolata, mentre altri si limitano ad enunciare la possibilità di costituire una figura siffatta), e giustifica questa differenza con l'antiorità della redazione del codice francese, sottolineando che rispetto ad esso gli altri codici hanno potuto tenere conto dell'estensione considerevole che l'usufrutto di crediti ha acquistato nell'età moderna. Ed appare significativo altresì che quarant'anni dopo Libchaber nel suo studio esordisca rilevando che «L'usufruit de créances n'a pas, jusqu'à présent, connu une destinée très favorable: les décisions qui l'évoquent sont rares, autant que les travaux doctrinaux qui le concernent», e che tuttavia questa forma di usufrutto è una «figura frequente» nella pratica. Per quanto concerne la natura dell'usufrutto di crediti, le posizioni assunte dalla dottrina francese non sono concordi⁴⁴.

⁴¹ Così PICARD, *Les biens*, in *Traité pratique de droit civil français* diretto da Planiol e Ripert, III, Parigi 1926, p. 714, annoverano i crediti tra i beni che possono costituire oggetto di usufrutto, limitandosi però a un mera enunciazione, non seguita da un'analisi della fattispecie.

⁴² *L'usufruit des créances*, cit., p. 1 ss.

⁴³ *L'usufruit des créances existe-t-il?*, cit., p. 615 ss.

⁴⁴ A favore della natura reale dell'usufrutto di crediti si esprimono FRANÇON, *op. cit.*, p. 5, il quale argomenta dalla circostanza che l'usufruttuario ha un potere diretto sul credito, perché può trarne determinati vantaggi senza passare per l'intermediazione del nudo proprietario, nonché dalla circostanza che questo potere è opponibile a tutti poiché l'usufruttuario può farlo valere sia contro il cessionario del credito, sia contro il creditore del nudo proprietario che agisca esecutivamente sul credito stesso; RAYNAUD, *Les biens*, in Marty-Raynaud, *Droit civil*, 4, 2^a ediz., Parigi 1980, p. 135 s.

Sono invece contrari a ravvisare nell'usufrutto di crediti un vero e proprio usufrutto LARROUMET, *Droit civil*, II, 2^a ediz., Parigi 1988, p. 281 s., che muove dall'apodittica affermazione che l'usufrutto può gravare solo su cose corporali, dalla quale inferisce che la figura in questione costituisce un diritto differente dall'usufrutto che condivide con quest'ultimo soltanto la funzione economica (peraltro l'autore nutre la convinzione che le medesime considerazioni valgano per il pegno di crediti, del quale dunque nega la natura reale); H.L. MAZEAUD-J. MAZEAUD, *Leçons de droit civil*, XII, *Biens*, 5^a ediz. a cura di de Juglart, Parigi 1976, p. 341, senza motivazione.

Ammette che l'usufrutto possa gravare su un credito, ma non prende posizione in merito alla qualificazione della fattispecie che in tal caso si viene a configurare, CARBONNIER, *Droit civil*, 3, *Les biens*, 12^a ediz., Parigi 1988, p. 148; secondo TERRÉ-SIMLER, *Droit civil*, *Les biens*, 7^a ediz., Dalloz, Parigi 2007, p. 696 s. e 701 s., si può ritenere che l'usufrutto di cose materiali sia una specie di un più ampio *genus*, del

quale l'usufrutto di un diritto costituisce una specie, con la conseguenza che, corrispondentemente, l'usufrutto deve essere ridefinito come uno smembramento non della proprietà, ma più generalmente di un diritto patrimoniale.

Una considerazione particolare merita l'articolata posizione di LIBCHABER, *op. cit.*, p. 616 ss., il quale ritiene che la ricostruzione dell'usufrutto di crediti offerta dalla giurisprudenza e dalla dottrina francesi sia criticabile sotto tre profili. a) Innanzi tutto la circostanza che la giurisprudenza e la dottrina non ritengano necessaria, ai fini dell'opponibilità dell'usufrutto di credito ai terzi, la notifica al debitore o la sua accettazione ai sensi dell'art. 1690 Code civil, appare singolare all'autore, considerato che i diritti reali sono connotati dall'opponibilità ai terzi, e che l'opponibilità delle vicende riguardanti un credito (come ad esempio la cessione e il pegno) si realizza con le predette formalità. b) In secondo luogo la facoltà di percepire gli interessi, che viene riconosciuta all'usufruttuario, secondo l'autore non trova giustificazione, perché questi ultimi non sarebbero frutti del credito bensì del capitale: l'usufruttuario potrebbe avere diritto a percepirli a titolo di *usus*, non di *fructus*, ma in tal caso durante l'usufrutto potrebbe godere di essi e del capitale come quasi-usufruttuario, e al termine dell'usufrutto dovrebbe restituire gli uni e l'altro. c) Infine la convinzione che con il pagamento l'usufrutto non si estingua ma si trasferisca sul capitale riscosso sarebbe errata perché, a giudizio di Libchaber, dalla premessa che il credito si estingue con il pagamento, e dall'ulteriore premessa che l'usufrutto si estingue con il perimento del suo oggetto, si dovrebbe inferire che con il pagamento l'usufrutto si estingua; pertanto l'usufruttuario potrebbe ricevere il pagamento, ma qualora vi provvedesse, dovrebbe far pervenire immediatamente quanto ricevuto al nudo proprietario, per cui risulterebbe più semplice, ed eviterebbe possibili controversie tra le parti, che sia direttamente il proprietario a ricevere la prestazione. Secondo l'autore, poi, per negare che l'usufrutto si estingua con l'adempimento della prestazione non si potrebbe ricorrere al concetto di surrogazione reale, poiché quest'ultima avrebbe luogo soltanto allorché il perimento della cosa che costituisce oggetto di usufrutto è accidentale, e pertanto non potrebbe avere luogo nell'ipotesi in esame, poiché l'adempimento costituisce il modo normale di estinzione dell'obbligazione. L'autore osserva poi che tutte queste incongruenze che manifesta l'usufrutto di crediti così come ricostruito dalla dottrina e dalla giurisprudenza francesi, potrebbero essere superate configurando la fattispecie fittiziamente come un usufrutto costituito su somme precedentemente date a mutuo, cui si dovrebbe applicare il regime del quasi usufrutto su capitale. Peraltro sarebbe possibile configurare un vero e proprio diritto reale di usufrutto su un credito, costituendo il quale il creditore devolvrebbe all'usufruttuario alcune prerogative inerenti al credito stesso: tuttavia questa figura, pur concepibile in astratto, si rivelerebbe priva di utilità in concreto perché si tratterebbe di un usufrutto sostanzialmente privo di frutti e quindi di scarso interesse per il suo titolare.

Le critiche rivolte da Libchaber all'usufrutto di crediti come costruito dalla giurisprudenza e dalla dottrina francesi non hanno pregio se riferite all'usufrutto di crediti secondo il regime vigente nell'ordinamento italiano. a) La prima critica, che ha ad oggetto l'assunto per il quale la costituzione dell'usufrutto di crediti non sarebbe soggetta all'onere della notifica o dell'accettazione ai fini della sua opponibilità ai terzi, cade nel vuoto nel nostro ordinamento perché l'art. 1000, comma 1, c.c., dopo aver disposto che il pagamento eseguito a uno solo tra usufruttuario e nudo proprietario non è opponibile all'altro, fa «salve in ogni caso le norme relative alla cessione dei crediti», imponendo così anche per l'usufrutto di crediti l'onere di provvedere alla notificazione o di conseguire l'accettazione. Tale onere peraltro non deve ritenersi imposto solo al fine di impedire che il debitore possa pagare con effetto liberatorio al solo nudo proprietario, come chiaramente intende la disposizione citata (art. 1264 c.c.), ma anche al fine di risolvere i conflitti tra più aventi causa dallo stesso autore (art. 1265 c.c.), perché nonostante la lettera della disposizione e la sua collocazione all'interno dell'articolo non giustificano l'attribuzione di una portata così ampia al rinvio da essa operato, tuttavia tale interpretazione ci sembra imposta dalle esigenze della logica e della coerenza giuridica. b) La seconda critica è intrinsecamente priva di pregio perché la convinzione che gli interessi non siano frutti del credito bensì del capitale appare destituita di fondamento, come avremo modo di chiarire tra breve nel testo. c) Infine l'argomento utilizzato per escludere l'operatività della surrogazione reale, anche volendo prescindere dalla sua obiettiva persuasività, della quale peraltro si può dubitare, non può essere impiegato in Italia. Esso poggia, come abbiamo visto, sulla convinzione che il trasferimento dell'usufrutto su un altro oggetto in conseguenza del perimento del suo oggetto originario avvenga solo se detto perimento è avvenuto per accidente. Ma nell'ordinamento italiano questa convinzione non può reggere, se non altro in forza degli artt. 1017 e 1019 c.c., i quali dispongono che l'usufrutto si trasferisca sull'indennità dovuta dal responsabile del perimento stesso, se esso non è dipeso dal fortuito, o sull'indennità dovuta dall'assicuratore, se comunque la cosa è assicurata: da queste disposizioni infatti si ricava con evidenza che la surrogazione reale non si verifica allorché il perimento del bene gravato

Il silenzio serbato dal Code Napoléon a proposito dell'usufrutto di crediti ha influito anche sui codici che sono stati redatti successivamente sul suo modello: ciò risulta massimamente evidente nel codice belga del 1831, che contiene due disposizioni identiche, anche nel numero, agli artt. 578 e 581 del codice francese.

Anche il codice austriaco del 1811 non conosce l'istituto dell'usufrutto di crediti.

È in Germania che la questione della possibilità di configurare diritti su diritti in generale, e l'usufrutto di crediti in particolare, è stata dibattuta vivacemente, specialmente nella seconda metà dell'Ottocento. Il dibattito è stato suscitato da Windscheid, che per primo ha esposto questa concezione nella quinta edizione delle sue *Pandette*, stimolando così altri giuristi a misurarsi con essa. Lo stesso Windscheid, nell'ultima edizione delle sue *Pandette*⁴⁵, dà conto di questo dibattito, esordendo così nel § 48 *a* dedicato ai "Diritti sui diritti": «Possono i diritti costituire nuovamente l'oggetto di diritti? Su ciò si disputa vivacemente. In ogni modo la espressione diritto sul diritto è ricevuta nel linguaggio giuridico. Ognuno parla di usufrutto e di pegno sopra un diritto, alcuni anche di proprietà di un diritto. Ma si domanda se il rapporto, che si tratta d'esprimere, sia espresso esattamente da questa locuzione».

Il dibattito sviluppatosi in Germania ha probabilmente avuto un'eco anche in Spagna, poiché il Código civil del 1889, benché redatto sul modello del codice francese, si è premurato di inserire delle specifiche disposizioni sulla figura in esame. In particolare l'art. 469 di questo codice, nella sua ultima proposizione, dispone: «*[El usufructo] También puede constituirse sobre un derecho siempre que no sea personalísimo o intransmisible*». Non solo, ma il predetto codice contiene anche due disposizioni che aspirano a dettare una disciplina, seppure non molto chiara, della fattispecie in esame: si tratta dell'art. 475 e dell'art. 507, il primo dei quali si occupa del diritto ai frutti nelle ipotesi in cui l'usufrutto gravi sul diritto a percepire una rendita, o una pensione perio-

sia accidentale, ma avviene nel caso in cui detto perimento dipende dal fatto altrui colposo o doloso: tutt'al contrario dunque di quanto ritiene Libchaber. Corrispondentemente, l'estinzione dell'usufrutto si verifica soltanto nell'ipotesi di perimento della cosa mobile non assicurata, dovuto al caso fortuito o al fatto del proprietario. Venuta meno la convinzione su cui poggiava l'argomento di questo autore, viene meno di conseguenza anche l'argomento stesso.

In conclusione i rilievi di Libchaber non impediscono né di configurare in astratto un vero e proprio diritto reale di usufrutto su un credito, né di ritenere questa figura utile in concreto, in quanto strumento giuridico per attribuire a un terzo il diritto di percepire il reddito riveniente da un credito conservando la titolarità di quest'ultimo.

dica, o gli interessi di un'obbligazione, o titoli al portatore⁴⁶, mentre il secondo articolo disciplina la riscossione del credito e l'impiego della somma riscossa, con riferimento evidentemente ai crediti pecuniari, nulla prevedendo invece riguardo ai crediti non pecuniari⁴⁷. Queste disposizioni costituiscono dunque la prima, seppure alquanto imprecisa, disciplina positiva dell'usufrutto di crediti che si rinviene nelle codificazioni dell'Europa continentale⁴⁸.

Le riflessioni in corso nella dottrina tedesca invece non hanno avuto nessuna influenza sulla redazione del codice civile italiano del 1865, che non recava alcuna disposizione sull'usufrutto di crediti.

Il predetto dibattito ha invece esercitato, com'era logico che fosse, un'incidenza determinante sul libro III del BGB, nel quale, proprio grazie al grado di sviluppo raggiunto dall'elaborazione dottrinale, si trova la disciplina dell'usufrutto di crediti più articolata e maggiormente definita nel panorama dei codici dell'Europa continentale. Infatti al *Niessbrauch an Rechten* è dedicato l'intero *Untertitel 2 del Titel 2 del Buch 3*, composto di ben 17 paragrafi (dal 1068 al 1084), nei quali, dopo una disposizione d'esordio di carattere generale la quale prevede che «*Gegenstand des Nießbrauchs kann*

⁴⁵ WINDSCHEID, *Diritto delle pandette*, I, cit., p. 141 ss.

⁴⁶ Art. 475: «1. Si el usufructo se constituye sobre el derecho a percibir una renta o una pensión periódica, bien consista en metálico, bien en frutos, o los intereses de obligación o títulos al portador, se considerará cada vencimiento como productos o frutos de aquel derecho. 2. Si consistiere en el goce de los beneficios que diese una participación una explotación industrial o mercantil, cuyo reparto no tuviese vencimiento fijo, tendrán aquéllos la misma consideración. 3 En uno y otro caso se repartirán como frutos civiles, y se aplicarán en la forma que previene el artículo anterior» (il quale a sua volta dispone che «Los frutos civiles se entienden percibidos día por día, y pertenecen al usufructuario en proporción al tiempo que dure el usufructo»).

⁴⁷ Art. 507: «1. El usufructuario podrá reclamar por sí los créditos vencidos que formen parte del usufructo si tuviese dada o diere la fianza correspondiente. Si estuviese dispensado o no hubiese podido constituir la, o la constituida no diese suficiente, necesitará la autorización del propietario, o del Juez en su defecto, para cobrar dichos créditos. 2. El usufructuario con fianza podrá dar al capital que realice el destino que estime conveniente. El usufructuario sin fianza deberá poner a interés dicho capital de acuerdo con el propietario; a falta de acuerdo entre ambos, con autorización judicial; y, en todo caso, con las garantías suficientes para mantener la integridad del capital usufructuado».

⁴⁸ Per quanto concerne la qualificazione giuridica dell'usufrutto di crediti, una parte della dottrina spagnola nega espressamente che si tratti di un vero diritto reale, giustificando tale assunto con l'osservazione che per l'esercizio del diritto in questione è necessaria la cooperazione dell'obbligato (LACRUZ BERDEJO, *op. cit.*, p. 83 s.: però l'autore, a p. 85, nota 23, commentando la facoltà di riscuotere il credito scaduto che l'art. 507 accorda all'usufruttuario, ancorché previa prestazione di garanzia o previa autorizzazione del nudo proprietario o del giudice, afferma che questa facoltà «acentúa el aspecto de realidad del usufructo de un crédito»), mentre altri si limitano ad affermare che nella figura si ravvisa una cessione del diritto di credito, cessione che secondo alcuni può essere totale o parziale (DÍEZ PICAZO-GULLÓN, *op. cit.*, p. 430), secondo altri solo parziale (PUIG PEÑA, *op. cit.*, p. 488 s.). Si noti che l'aggettivo "parziale" impiegato dalla dottrina appena citata non vuole indicare che la cessione riguarda solo una parte della pretesa creditoria, bensì che essa ha ad oggetto soltanto alcune delle facoltà inerenti al credito.

auch ein Recht sein» (§ 1068, Abs. I), viene dettata una disciplina molto dettagliata sia dell'usufrutto di crediti che dell'usufrutto di diritti diversi dai crediti.

Successivamente alla redazione del BGB, anche il codice civile svizzero del 1907 ha espressamente preso in considerazione l'usufrutto di crediti. Infatti dapprima l'art. 745, che apre la disciplina dell'usufrutto, al comma 1 stabilisce in generale che «*L'usufruit peut être établi sur des meubles, des immeubles, des droits ou un patrimoine*», e successivamente gli artt. 773-775 si occupano specificamente dell'usufrutto di crediti (nonché di titoli di credito), regolando in particolare i profili delle facoltà spettanti all'usufruttuario nonché delle modalità di riscossione della prestazione e di reimpiego del capitale riscosso. È interessante osservare che questo codice distingue tra l'usufrutto su un capitale e l'usufrutto su un credito, facendo le due fattispecie oggetto di disposizioni normative distinte, mentre il codice italiano, benché di epoca successiva, le confonde. In particolare l'art. 757 prevede che «*Les intérêts des capitaux soumis à l'usufruit et les autres revenus périodiques sont acquis à l'usufruitier du jour où son droit commence jusqu'à celui où il prend fin, même s'ils ne sont exigibles que plus tard*»; l'art. 773, comma 1, invece, dispone che «*L'usufruit d'une créance donne le droit d'en percevoir les revenus*».

Merita solo un breve cenno il codice portoghese del 1966, che ha sostituito il precedente del 1867, poiché esso contiene un'enunciazione generale, nell'art. 1439 che apre la disciplina dell'usufrutto, per la quale «*Usufruto é o direito de gozar temporária e plenamente uma coisa ou direito alheio, sem alterar a sua forma ou substância*», ma la disciplina positiva dell'usufrutto di crediti, nonostante per la redazione di tale codice sia stato preso a modello il BGB, si rivela assolutamente carente, poiché consta di appena due articoli, il 1464 e il 1465, che peraltro confonde l'usufrutto avente ad oggetto un capitale e quello gravante su un credito pecuniario⁴⁹.

Il riconoscimento dell'usufrutto di crediti nel diritto positivo e la collocazione della sua disciplina all'interno delle disposizioni in materia di usufrutto, tuttavia, non valgono di per sé a giustificare alcuna conclusione in merito alla natura della figura. Per avere conferma di questa affermazione basta considerare quanto accade a proposito

⁴⁹ Nella dottrina portoghese, è contrario a ritenere che i diritti possano costituire oggetto di un altro diritto e in particolare che su di essi possa essere costituito un usufrutto, ed è portato per contro a ritenere che l'usufrutto gravi in ogni caso su una cosa materiale, VIEIRA, *Direitos reais*, Coimbra 2008, p. 757.

dell'usufrutto di cose consumabili: anche tale figura affonda le sue radici nel diritto romano e in particolare nel senatoconsulto citato da Ulpiano, ed è poi stata recepita nelle codificazioni moderne, che l'hanno regolata all'interno delle disposizioni sull'usufrutto (in Italia v. l'art. 995 c.c.); ma nonostante ciò, si tratta di una figura che presenta soltanto un'analogia funzionale con l'usufrutto, connotata per il resto da una marcata diversità sostanziale, che impone di escluderne la qualificazione di vero e proprio usufrutto, e di ravvisarvi piuttosto un diritto di proprietà, giustificandosi così la sua denominazione di quasi usufrutto, affermatasi a partire dall'età giustiniana⁵⁰.

Dunque il sommario *excursus* a carattere storico-comparatistico che abbiamo condotto finora non consente di supportare alcuna conclusione certa in merito alla natura dell'usufrutto di crediti, per cui è necessario proseguire l'indagine su altri piani.

Prima di procedere in questo senso, però, è utile gettare un seppur rapido sguardo al più recente tra i codici dell'Europa continentale, cioè il Nieuw Burgelijk Wetboek (NBW) olandese del 1992, che com'è noto ha sostituito il precedente codice del 1838 redatto sul modello francese. A nostro avviso, infatti, il predetto codice offre un'indicazione in merito alla qualificazione dell'usufrutto di crediti che, sebbene non si riveli neppure essa decisiva, appare tuttavia di non scarso rilievo. Abbiamo già evidenziato che esso tiene distinte la nozione di "cose", con la quale indica gli oggetti materiali, e quella di "beni", con la quale indica invece le entità suscettibili di assumere rilevanza per il diritto, siano essi cose o entità di altra natura. Aggiungiamo ora che il NBW distingue anche la relativa disciplina, collocando quella delle cose all'interno del libro V dedicato appunto ai diritti sulle cose (*zakelijke rechten*), ed inserendo quella dei beni nel libro III, dedicato al diritto patrimoniale in generale (*vermogensrecht in het algemeen*); corrispondentemente tale codice scinde in due la disciplina dei diritti reali, inserendo le disposizioni sulla proprietà, sulla servitù, sulla superficie e sull'enfiteusi all'interno del libro V, evidentemente in base alla considerazione che tali diritti hanno ad oggetto cose corporali, e collocando per contro le disposizioni sull'usufrutto, sul pegno e sull'ipoteca all'interno del libro III, manifestando così la convinzione che questi diritti possono gra-

⁵⁰ PALERMO, *L'usufrutto*, in *Tratt. Rescigno*, 8, 2^a ediz., Torino 2002, p. 134; BIANCA, *Diritto civile*, 6, *La proprietà*, Milano 1999, p. 626; PUGLIESE, *Usufrutto, uso, abitazione*, cit., p. 577 ss.; DE CUPIS, voce *Usufrutto (diritto vigente)*, in *Enc. d.*, XLV, Milano 1992, p. 1117; *contra* DE MARTINO, *Dell'usufrutto, dell'uso e dell'abitazione*, in *Comm. Scialoja-Branca*, 4^a ediz., Bologna-Roma 1978, sub art. 995, p. 241

vare sia su cose materiali che su beni diversi dalle cose materiali, quali per l'appunto i diritti.

Questa scelta sistematica è frutto di una più moderna e matura elaborazione giuridica, che, essendo in grado di affrontare più raffinate astrazione concettuali, non vede difficoltà ad immaginare un diritto reale che abbia ad oggetto un altro diritto anziché una cosa materiale, come sembra ineluttabile in una concezione giuridica meno evoluta.

Inoltre è significativo l'accostamento sistematico dell'usufrutto al pegno e all'ipoteca: si tratta infatti degli unici diritti per i quali si può ammettere la possibilità che un altro diritto ne costituisca oggetto, come abbiamo evidenziato al par. 5.

Se poi si esamina la disciplina dell'usufrutto, si nota che il legislatore olandese non parla di (nudo) proprietario (*eigenaar*), ma utilizza il termine più generico "*hooftgerechtigde*" (tradotto in tedesco con *Vollberechtigte*), che fa riferimento al "titolare del diritto pieno", e che si adatta ad indicare sia il nudo proprietario che il creditore che abbia costituito l'usufrutto sul suo diritto, in contrapposizione con il titolare del diritto parziario d'usufrutto.

9. Verifica della possibilità di qualificare l'usufrutto di crediti come vero e proprio usufrutto. a) Analogie funzionali e strutturali tra il c.d. usufrutto di crediti e l'usufrutto su cose materiali; insufficienza di tali analogie al fine di giustificare la predetta qualificazione.

Dobbiamo dunque verificare se il c.d. usufrutto di crediti sia effettivamente qualificabile come un vero e proprio usufrutto.

Innanzitutto possiamo rilevare che la figura in esame presenta la medesima funzione economico-sociale che è propria dell'usufrutto⁵¹. Quest'ultima secondo alcuni sarebbe una funzione alimentare, corrispondente a quella originariamente svolta dall'istituto nel diritto romano⁵²; più propriamente, però, la funzione dell'usufrutto

ss., secondo il quale il quasi usufrutto sarebbe un vero e proprio usufrutto eccezionalmente corredato del potere di disposizione della *res*.

⁵¹ Cfr. LACRUZ BERDEJO, *op. cit.*, p. 80; DÍEZ PICAZO-GULLÓN, *op. cit.*, p. 428.

⁵² Questa la *communis opinio* della dottrina romanistica: v. per tutti BRETONE, *La nozione romana di usufrutto*, I, Napoli 1962, p. 20; ARANGIO-RUIZ, *Istituzioni di diritto romano*, cit., p. 239; da ultimo, PIETRINI, *Deducto usu fructu. Una nuova ipotesi sull'origine dell'usufrutto*, Milano 2008, p. 1 ss., che, nonostante formuli una nuova ipotesi sull'origine dell'istituto, non disconosce a quest'ultimo una funzione di natura sostanzialmente alimentare.

nell'economia moderna appare quella di attribuire il diritto all'uso e al reddito di una determinata cosa⁵³, riservandone la sostanza al titolare. L'usufrutto infatti ha lo scopo di attribuire al titolare tutte le utilità ricavabili dal bene, cioè il suo reddito in senso economico, riservando al nudo proprietario la sostanza della cosa, che non può essere intaccata.

Orbene, considerando l'usufrutto di credito pecuniario, esso pare rivestire la medesima funzione economico-sociale: esso infatti attribuisce al titolare tutte le utilità ricavabili dal credito, cioè il suo reddito in senso economico (gli interessi), riservando al creditore la "sostanza" del credito, cioè il capitale, che non può essere intaccata poiché l'usufruttuario non può riscuotere il capitale stesso né farlo proprio dopo la riscossione⁵⁴. Manca invece, nell'usufrutto di un credito, il diritto di uso, poiché l'uso di un credito appare una nozione priva di senso. Ma a questa differenza non sembra doversi attribuire particolare rilievo, poiché in realtà anche per molte cose corporali l'utilità attribuita dall'usufrutto può essere rappresentata in concreto eminentemente dalla facoltà di percepire i frutti, mentre la facoltà di usare la cosa conserva un rilievo pressoché marginale (si pensi, solo per fare un esempio, all'usufrutto di un campo di grano o di un vigneto).

Come abbiamo accennato, però, questa analogia funzionale si stempera considerevolmente se l'usufrutto grava su un credito non pecuniario, giacché in tal caso manca qualsivoglia attribuzione all'usufruttuario del "reddito" della cosa⁵⁵.

Oltre all'identità di funzione che abbiamo messo in luce, si può riscontrare a nostro avviso anche un'analogia di struttura con l'usufrutto su cose materiali. Come la costituzione dell'usufrutto su cosa materiale attribuisce all'usufruttuario alcune facoltà rientranti nel contenuto della proprietà, che ne viene corrispondentemente privata, così

⁵³ Cfr. PUGLIESE, *op. cit.*, p. 1.

⁵⁴ Sono chiare in questo senso le parole di VENEZIAN, *Dell'usufrutto*, I, cit., p. 12: «Come all'usufruttuario di una cosa corporale è attribuito il potere di usarne e di goderne per un dato tempo a condizione che su di essa possa reintegrarsi, quando l'usufrutto cessa, la proprietà, così l'usufruttuario di un diritto può esercitarlo e trarne le utilità di cui è capace a condizione di conservare e di restituire al titolare al termine dell'usufrutto quella quantità di diritto che in quell'epoca sussiste». L'identità funzionale tra usufrutto di cosa materiale e usufrutto di credito è sottolineata anche da FERRARA, *op. cit.*, p. 331 s.

⁵⁵ In questo caso l'analogia funzionale si potrebbe ravvisare piuttosto con il quasi usufrutto, e infatti in questo senso si esprime VENEZIAN, *op. loc. cit.*: «come l'usufruttuario di una cosa corporale di utilità semplice ne diventa proprietario con l'obbligo di restituire al termine dell'usufrutto l'equivalente, così l'usufruttuario di un diritto che sia atto a procacciare utilità in un solo momento, per es. di un credito infruttifero, subentra nel luogo del titolare, con l'obbligo di fargli, quando l'usufrutto ha fine, una prestazione che ne agguagli il valore».

la costituzione di un usufrutto su un credito attribuisce all'usufruttuario alcune facoltà rientranti nel contenuto del credito, e in particolare quella di fare propri i frutti del credito, cioè gli interessi, e di disporre dei medesimi, facoltà delle quali il creditore è corrispondentemente spogliato – cosicché conserva solo il potere di disporre del credito al pagamento del capitale – ma che riacquisterà al termine dell'usufrutto, quando il credito si espanderà nuovamente riprendendo la sua pienezza.

Taluni però osservano che, a ben vedere, gli interessi non sarebbero frutti del bene oggetto di usufrutto, cioè del credito, ma sarebbero piuttosto frutti del capitale⁵⁶: in questo senso sembra deporre anche la lettera dell'art. 820, co. 3, che menziona tra i frutti civili «gli interessi dei capitali», mostrando così di intendere che la “cosa” che produce interessi è per l'appunto il capitale.

L'obiezione tuttavia non sembra decisiva. L'argomento letterale, in particolare, appare superabile se si considera che lo stesso codice, in altre disposizioni, parla degli interessi come di frutti prodotti proprio dal credito: si pensi in proposito all'art. 1282, co. 1, c.c., il quale dice che «i crediti liquidi ed esigibili di somme di denaro producono interessi di pieno diritto», e cioè, volgendo la frase al passivo, che gli interessi sono prodotti dai crediti.

Qualche difficoltà maggiore può derivare dalla considerazione che i frutti civili sono «quelli che si traggono dalla cosa quale corrispettivo del godimento che altri ne abbia»: si potrebbe obiettare infatti che gli interessi costituiscono il corrispettivo del godimento del capitale altrui, e non del godimento di un credito – che peraltro è una nozione priva di senso, come abbiamo rilevato poco sopra –. Tuttavia non v'è chi non veda come la formula impiegata dalla legge per definire i frutti civili sia solo in parte appropriata: tale formula, infatti, presuppone che una *res* sia attribuita dal suo proprietario in godimento a un terzo, e che a fronte di ciò quest'ultimo sia tenuto a corrispondere alcunché, che viene a costituire per l'appunto il frutto civile della cosa. Ma se questa struttura ricorre senz'altro nel caso del canone di locazione e del canone enfiteutico, non altrettanto si può dire per le rendite vitalizie e, per l'appunto, per gli interessi, poiché in questi ultimi due casi la “cosa” fruttifera non appartiene a chi ha diritto di percepire i frutti ed è attribuita in godimento a chi è obbligato a corrisponderli, ma appartiene senz'altro a quest'ultimo soggetto. Dovrebbe risultare evidente pertanto che la defini-

zione di frutto civile come corrispettivo del godimento che altri abbia della cosa sconta un certo grado di imprecisione, e dunque non può essere presa troppo alla lettera.

Le riscontrate analogie dal punto di vista della funzione e della struttura che intercorrono tra l'usufrutto di cosa materiale e l'usufrutto di credito, però, non sono sufficienti per qualificare quest'ultimo come un vero e proprio diritto di usufrutto⁵⁷. Esse infatti sono perfettamente compatibili con l'attribuzione all'usufrutto di crediti di una qualificazione diversa, giacché non vi sono difficoltà ad immaginare che possa esistere un diritto analogo all'usufrutto sotto il profilo della struttura e della funzione economico sociale, ma dotato pur sempre di elementi di rilevante diversità rispetto all'usufrutto stesso, tali da renderlo ontologicamente differente rispetto a quest'ultimo.

Pertanto la verifica della possibilità di configurare l'usufrutto di crediti come vero e proprio usufrutto dovrà tenere conto della descritta analogia funzionale e strutturale, ma, non potendo considerarla sufficiente, dovrà necessariamente proseguire su altri piani.

10. b) Sussistenza dei caratteri propri della realtà.

Al fine di verificare, come ci siamo proposti di fare, se il c.d. usufrutto di crediti sia effettivamente qualificabile come un vero e proprio usufrutto, al di là delle analogie funzionali e strutturali che esso presenta con tale diritto reale, ci sembra necessario verificare se possieda i caratteri della realtà. Preliminarmente però occorre chiarire quali siano tali caratteri, questione questa che divide la dottrina da lungo tempo, e che pertanto si presenta tutt'altro che semplice da risolvere. Non è evidentemente possibile in questa sede effettuare una compiuta ricostruzione delle diverse tesi sostenute al riguardo che tenga conto anche dell'evoluzione storica della categoria dei diritti reali, poiché tale ricostruzione ci condurrebbe troppo a lungo fuori dal tema che è oggetto della presente indagine⁵⁸. È possibile però rilevare che nella dottrina sono complessivamente quattro i caratteri che, nella varietà delle posizioni, vengono di volta in volta indicati come tipici della realtà:

⁵⁶ PUGLIESE, *op. cit.*, p. 660; FRANÇON, *op. cit.*, p. 11; LIBCHABER, *op. cit.*, p. 619 s.

⁵⁷ Difatti la predetta analogia funzionale e strutturale è messa in luce anche da FERRARA, *op. cit.*, p. 408, che però nega all'usufrutto di crediti la qualificazione di diritto reale di usufrutto.

⁵⁸ Per riferimenti ulteriori rispetto a quelli che saranno indicati nelle note seguenti rinviamo a COMPORTI, *Diritti reali in generale*, cit., p. 1 ss.

1.- l'assolutezza, che concerne il rapporto esterno tra il titolare del diritto e i terzi, e consiste nell'obbligo per questi ultimi di astenersi da ingerenze rispetto al bene⁵⁹. Secondo la concezione c.d. personalistica del diritto reale, l'assolutezza consisterebbe in una pretesa verso tutti i terzi, definita dalla dottrina francese come *obligation passive universelle*, e costituirebbe addirittura l'unico carattere distintivo della realtà⁶⁰. Questo preteso carattere della realtà però è fortemente contestato dalla maggior parte della dottrina, che in particolare gli muove il rilievo, che ci sembra decisivo, che il predetto dovere di astensione non costituisce un obbligo specifico ma è espressione del dovere generale di non invadere la sfera giuridica altrui (*alterum non laedere*)⁶¹, valevole anche per i diritti di credito⁶². Se dunque si vuole parlare di absolutezza del diritto, in contrapposizione alla relatività, che implica un rapporto del titolare del diritto con una persona determinata, lo si può fare non in senso positivo, riferendosi all'esistenza di un preteso rapporto del titolare del diritto con tutti i terzi, ma soltanto in senso negativo, intendendo l'assenza di qualsivoglia rapporto con uno o più soggetti determinati;

2.- l'immediatezza, che riguarda il rapporto interno tra il titolare del diritto e il bene, nel senso che il primo trae soddisfazione del proprio interesse direttamente dal bene, senza che sia necessaria la prestazione di un altro soggetto⁶³. Secondo la concezione c.d. classica del diritto reale, quest'ultimo dovrebbe essere definito esclusivamente con riguardo al rapporto fra il suo titolare e la cosa, poiché non esisterebbe alcun rapporto esterno con soggetti terzi⁶⁴;

⁵⁹ V. per tutti BURDESE, *Il problema del diritto reale nell'ultima dottrina*, in *R. d. civ.* 1980, II, pp. 213, 215, 226; PUGLIESE, voce *Diritti reali*, cit., p. 764 ss. e p. 775; NATUCCI, *La tipicità dei diritti reali*, 2^a ediz., Padova 1988, p. 23 ss. e 103 ss.; BIANCA, *La proprietà*, cit., p. 122.

⁶⁰ V. per tutti PICARD, *op. cit.*, p. 40 ss.; WINDSCHEID, *Diritto delle Pandette*, I, cit., § 140, 141 e nota 3; THON, *Norma giuridica e diritto soggettivo*, traduz. di Levi, Padova 1951, p. 279.

⁶¹ Così in particolare NATOLI, *La proprietà. Appunti delle lezioni*, I, 2^a ediz., Milano 1976, p. 21 ss., e COMPORTI, *Diritti reali in generale*, cit., p. 17 ss., ma v. anche le critiche di GIORGIANNI, *Diritti reali (diritto civile)*, in *Nov. Dig. It.*, V, Torino 1960, p. 750; BIGLIAZZI GERI, *op. cit.*, p. 13 ss.; SANTI ROMANO, *Frammenti di un dizionario giuridico*, rist., Milano 1983, p. 52 ss.

⁶² Non è appagante la replica di BIANCA, *La proprietà*, cit., p. 129 s., che per questi ultimi l'assolutezza svolgerebbe un ruolo secondario e limitato, mentre nei diritti reali sarebbe un carattere necessario.

⁶³ BIGLIAZZI GERI, *op. cit.*, p. 10; RAVAZZONI, voce *Garanzia (diritti reali di)*, in *Dig. disc. priv. - sez. civ.*, VIII, Torino 1992, p. 603; NATOLI, *op. cit.*, p. 15; BIANCA, *La proprietà*, cit., p. 122 e 127; in modo dubitativo si esprime PUGLIESE, voce *Diritti reali*, cit., pp. 769 e 771. L'immediatezza viene invece intesa da altri da un lato come possibilità di tutelare il rapporto con la cosa attraverso le azioni possessorie, dall'altro come potere sulla cosa idoneo a fondare un acquisto per usucapione del corrispondente diritto (NATUCCI, *op. cit.*, p. 123 ss.).

⁶⁴ V. per tutti SANTI ROMANO, *op. cit.*, p. 52 ss., in particolare p. 58.

In dottrina la comune convinzione che l'immediatezza sia un connotato dei diritti reali è stata criticata sostenendo che vi sarebbero dei diritti reali privi di immediatezza, e per contro dei diritti di credito muniti di

3.- l'inerenza del diritto al bene, alla quale però non viene attribuito un significato univoco. Secondo un primo orientamento, infatti, l'inerenza consisterebbe nella possibilità per il titolare del diritto di soddisfarsi sul bene qualunque sia la situazione di fatto o di diritto in cui esso si trovi, e dunque in sostanza sarebbe sinonimo di opponibilità del diritto; all'interno di questa corrente di pensiero, poi, alcuni vedono nell'inerenza così intesa l'unico carattere distintivo della realtà, che dunque non sarebbe connotata né dall'assolutezza né dall'immediatezza⁶⁵, altri invece ritengono che l'inerenza sia uno dei tre caratteri della realtà assieme ai due appena citati⁶⁶. Secondo una diversa tesi, invece, l'inerenza costituirebbe una caratteristica generale che comprenderebbe l'assolutezza e l'immediatezza⁶⁷, nonché il diritto di seguito⁶⁸;

4.- il diritto di seguito⁶⁹, che però a ben vedere, poiché consiste nella possibilità di opporre il diritto ai successivi acquirenti del bene gravato, sembra costituire semplicemente un particolare aspetto dell'inerenza del diritto al bene, intesa nel primo dei due

tale carattere. Tra i primi si annovererebbero da un lato i diritti reali di garanzia, perché il loro titolare si può soddisfare sulla cosa non direttamente ma solo mediante la cooperazione dell'organo giudiziario, e perché il potere di soddisfarsi sui beni del debitore senza la collaborazione di questi spetta a qualunque creditore privo di diritti reali di garanzia; dall'altro le servitù negative, in cui l'interesse del titolare del diritto verrebbe soddisfatto mediante l'imposizione di un obbligo a carico del proprietario del fondo servente. Tra i secondi sarebbero compresi il diritto del locatario, del comodatario e del creditore anticretico, che raggiungerebbero la soddisfazione del loro interesse attraverso un potere immediato sulla cosa (GIORGIANNI, *op. cit.*, p. 749 s.). A queste osservazioni critiche tuttavia si può replicare che la circostanza che il titolare di un diritto reale di garanzia si possa soddisfare sulla cosa solo mediante la cooperazione dell'organo giudiziario non sembra avere assorbente rilievo perché attiene alla modalità di esercizio del diritto piuttosto che al suo contenuto (RAVAZZONI, voce *Garanzia (diritti reali di)*, cit., p. 603 s.; BIANCA, *La proprietà*, cit., p. 128); che non si può equiparare la posizione del creditore che ha un diritto reale di garanzia su un bene specifico con quella del credito che beneficia solo della garanzia patrimoniale generica, poiché solo il primo ha un diritto di prelazione e di seguito su un bene determinato; che il titolare di una servitù negativa attinge pur sempre l'utilità dal fondo servente senza che nessuno debba fare alcunché; infine che, se anche i diritti personali di godimento presentano la caratteristica dell'immediatezza, tuttavia in essi tale caratteristica non è originaria ma ha bisogno di essere intermediata, seppure *una tantum*, attraverso la prestazione di un altro soggetto a ciò specificamente obbligato (NATOLI, *op. cit.*, p. 15 s.), tanto che il venire meno del godimento integra inadempimento e comporta l'applicazione dei relativi rimedi contrattuali (BIANCA, *La proprietà*, cit., p. 128).

⁶⁵ È questa la tesi di GIORGIANNI, *op. cit.*, p. 751 s., criticata da PUGLIESE, voce *Diritti reali*, cit., p. 771 s., e rielaborata da COMPORTE, *Diritti reali in generale*, cit., p. 66 ss., secondo il quale l'opponibilità può essere considerata sotto un primo profilo come possibilità di tutelare il proprio diritto sperando un'*actio in rem*, cioè un'azione che ha come fondamentale punto di riferimento la cosa, sotto un secondo profilo come diritto di seguito, che rileva non tanto per la proprietà quanto per i diritti reali limitati, e che consiste nella possibilità di far valere il diritto nei confronti dei successivi acquirenti del bene.

⁶⁶ BIANCA, *La proprietà*, cit., p. 122 e 124 ss.; NATUCCI, *op. cit.*, p. 129 ss.

⁶⁷ BIGLIAZZI GERI, *op. cit.*, p. 9 s.

⁶⁸ NATOLI, *op. cit.*, p. 14 s.

⁶⁹ COMPORTE, *Diritti reali in generale*, cit., p. 89 ss.; NATOLI, *op. cit.*, p. 14; RAVAZZONI, voce *Garanzia (diritti reali di)*, cit., p. 603; v. però la critica di BURDESE, *Il problema del diritto reale nell'ultima dottri-*

significati che abbiamo indicato⁷⁰.

Non si può più sostenere invece, come si è fatto in passato, che carattere distintivo dei diritti reali rispetto ai diritti di credito sia la possibilità di agire *ex art.* 2043 c.c. per la tutela dei primi ma non dei secondi, poiché com'è noto oggi è consolidata l'opinione che ammette la c.d. tutela esterna del credito, configurando una responsabilità extracontrattuale del terzo che con colpa o dolo abbia reso impossibile l'adempimento della prestazione da parte del debitore⁷¹.

In conclusione, tralasciando l'assolutezza per le ragioni che abbiamo indicato, e trascendendo dalle diversità terminologiche e di classificazione che abbiamo evidenziato, possiamo dire che i caratteri della realtà sono rappresentati dalla possibilità, per il titolare del diritto, di trarre soddisfazione del proprio interesse direttamente dal bene, senza che sia necessaria la prestazione di un altro soggetto, nonché di opporre il diritto ai terzi che successivamente acquistino un diritto sul bene o la disponibilità materiale dello stesso.

Ciò precisato, possiamo verificare se i predetti caratteri siano presenti nell'usufrutto di crediti.

Prima di procedere a questa verifica, e per agevolare il suo svolgimento, può risultare utile accertare se i caratteri di cui sopra ricorrono nel pegno e nell'ipoteca su diritti. Cominciando dalla possibilità di soddisfarsi direttamente sul bene (la c.d. immediatezza), essa ricorre nel pegno e nell'ipoteca su diritti, poiché il creditore garantito può soddisfarsi direttamente sul diritto vincolato a garanzia del suo credito facendolo vendere o facendoselo assegnare: è invero un'immediatezza intesa in senso giuridico più che

na, cit., p. 214 e ID., *Ancora sulla natura e tipicità dei diritti reali*, in *R. d. civ.* 1983, II, p. 229 ss., nonché di SANTI ROMANO, *op. cit.*, p. 62.

⁷⁰ Infatti così lo intende COMPORTI, *op. loc. cit.*, come abbiamo rilevato precedentemente in nota; in termini analoghi NATUCCI, *op. cit.*, p. 24 ss. e p. 129 ss. Invece secondo RAVAZZONI, voce *Garanzia (diritti reali di)*, cit., p. 603, il diritto di sequela integrerebbe il requisito dell'assolutezza.

⁷¹ BURDESE, *Il problema del diritto reale nell'ultima dottrina*, cit., pp. 212 e 226, e ID., *Ancora sulla natura e tipicità dei diritti reali*, cit., p. 233 s.; tuttavia deve essere segnalata l'opinione di NATUCCI, *op. cit.*, p. 49 ss., secondo il quale la c.d. lesione del credito in realtà non colpirebbe il credito, bensì un'altra situazione giuridica di carattere assoluto avente ad oggetto il valore patrimoniale della prestazione.

La c.d. tutela aquiliana del credito è stata ammessa per la prima volta da Cass., sez. un., 26 gennaio 1971, n. 174, in *Foro it.* 1971, I, c. 342, pronunciatisi sul «caso Meroni», e da Cass., sez. un., 24 giugno 1972, n. 2135, in *Foro it.* 1973, I, c. 99; sul problema v. per tutti, prima del *revirement* delle sezioni unite, BUSNELLI, *La lesione del credito da parte di terzi*, Milano 1964, e nella letteratura più recente THIENE, *Nuovi percorsi della responsabilità civile. Dalla condotta allo status*, Padova 2006, p. 89 ss.

in senso fisico, come è stato detto efficacemente⁷², ma pur sempre di immediatezza si tratta. Quanto all'opponibilità del pegno o dell'ipoteca ai successivi acquirenti del diritto gravato, essa sussiste alla condizione che vengano osservate le formalità pubblicitarie, costituite per l'ipoteca dall'iscrizione, per il pegno dalla notificazione/accettazione, come si ricava del resto dal disposto dell'art. 1265, comma 2, c.c., che regola proprio il conflitto tra il titolare del pegno sul credito e i successivi acquirenti del credito stesso (oltre che il conflitto tra più soggetti che abbiano acquistato il pegno sul credito dallo stesso creditore); realizzata la predetta condizione, dunque, il creditore garantito potrà soddisfarsi sul diritto vincolato anche se questo è stato alienato a un terzo⁷³. Si consideri poi che qualora si ritenesse che il pegno e l'ipoteca perdano i caratteri della realtà per il fatto di avere ad oggetto un altro diritto anziché una cosa materiale, non si saprebbe quale natura attribuire loro: infatti sarebbe del tutto fuori luogo affermare che, nel caso in cui gravino su altri diritti, e solo in questo caso, essi abbiano eccezionalmente la natura di diritti personali, oppure riproporre per la medesima eventualità una delle costruzioni un tempo elaborate da quella dottrina, oggi superata, che negava la natura reale del pegno e dell'ipoteca.

Chiarito che il pegno e l'ipoteca di diritti possiedono i caratteri della realtà, possiamo verificare se anche l'usufrutto di crediti ne sia dotato.

Innanzitutto si può osservare che l'usufruttuario del credito può soddisfarsi direttamente su quest'ultimo, poiché ha il diritto a percepire gli interessi e la legittimazione a chiedere il pagamento degli stessi senza che sia necessario il concorso o la cooperazione del titolare del credito⁷⁴. Non si intende con ciò negare che l'usufruttuario abbia nei confronti del debitore un credito alla corresponsione degli interessi, ma questo credito agli interessi in tanto compete all'usufruttuario, in quanto questi ha il diritto di usufrutto sul credito al capitale; in altre parole si può dire che l'usufrutto ha come oggetto immediato il credito, e solo per mezzo di questo diritto ha come oggetto ulteriore, mediato, l'oggetto del credito stesso⁷⁵.

Venendo poi all'opponibilità dell'usufrutto ai successivi acquirenti del diritto,

⁷² RUBINO, *op. cit.*, p. 211.

⁷³ RUBINO, *op. cit.*, p. 211. Su questi aspetti v. diffusamente RAVAZZONI, *Le ipoteche*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, cit., p. 33 ss.

⁷⁴ Cfr. RAYNAUD, *op. cit.*, p. 136; lo riconosce anche FERRARA, *op. cit.*, p. 333 s., sebbene questo autore neghi all'usufrutto di credito la qualificazione di vero e proprio usufrutto, come diremo.

non è difficile ravvisarla, fermo restando che essa è condizionata alla notificazione/accettazione, analogamente a quanto accade per il *pignus nominis* (si veda del resto quanto dispone il già richiamato art. 1265, comma 2, c.c.)⁷⁶. Dunque l'usufruttuario può far valere il proprio diritto sul credito, percependo gli interessi e concorrendo alla riscossione del capitale nonché alla decisione sul suo reimpiego, anche se il creditore originario lo ha alienato a un terzo⁷⁷.

In conclusione si deve riconoscere, sia con riguardo all'usufrutto di crediti che al pegno di crediti, che quando un diritto reale ha per oggetto un credito (o più in generale un altro diritto), i caratteri della realtà non vengono meno, ma soltanto si atteggianno in maniera peculiare⁷⁸. Non ci paiono giustificate dunque le resistenze di parte della dottrina nel riconoscere nell'usufrutto di crediti un vero usufrutto; esse derivano da un attaccamento all'origine e alla tradizione dell'istituto, che lo vedevano naturalmente riferito a cose materiali, ma sembrano poter essere vinte con uno sforzo di astrazione concettuale, volto ad adattare i tradizionali caratteri della realtà, concepiti con riguardo alle cose materiali, a entità astratte quali i diritti.

Del resto, se nella dottrina moderna vi è sostanziale concordia nell'ammettere il pegno di crediti e nel riconoscere a questa figura la natura di vero e proprio diritto reale di pegno, non si comprende perché si dovrebbero frapporre resistenze ad ammettere l'usufrutto di crediti e a qualificarlo come vero e proprio usufrutto.

⁷⁵ Così si esprimeva già WINDSCHEID, *Diritto delle pandette*, I, cit., p. 142 s.

⁷⁶ Così scriveva VENEZIAN, *Dell'usufrutto*, I, cit., p. 12 s.: «A prima giunta può apparire infatti incoerente la costruzione, per cui un diritto reale del quale è caratteristica l'assolutezza, cioè l'efficacia *erga omnes*, ha per oggetto un altro diritto, che può essere un diritto personale di efficacia relativa ad una persona determinata. Ma l'incoerenza sparisce, dove si consideri che l'assolutezza non si trasporta fuori del diritto d'usufrutto e che non influisce sulla natura del diritto che ne è materia. Resta, di fronte al diritto di credito su cui l'usufrutto cada, l'obbligazione di una persona determinata; un obbligo generale è correlativo al diritto dominante di usufrutto, ed è l'obbligo di astenersi dal fare cosa per cui all'esercizio del diritto di credito da parte dell'usufruttuario sia recato ostacolo, l'obbligo, che si concreta nelle persone del titolare e del possessore del credito, di cedere il passo all'usufruttuario, come si concreta nella persona del proprietario e del possessore della cosa la necessità giuridica di venire esclusi, a vantaggio dell'usufruttuario, dalla possibilità di disporre». Cfr. a questo proposito anche LIBCHABER, *op. cit.*, p. 618.

⁷⁷ Cfr. sul problema anche FRANÇON, *op. cit.*, p. 5, LIBCHABER, *op. cit.*, p. 627 s.; LACRUZ BERDEJO, *op. cit.*, p. 83 s., che nega che ci si trovi in presenza di un diritto reale.

⁷⁸ Così anche BIONDI, *I beni*, cit., p. 29, per il quale «l'usufrutto del credito determina quella medesima realtà che è insita nel diritto di usufrutto, adattata naturalmente alla natura del rapporto», poiché l'usufruttuario del credito acquista un diritto da realizzare nei confronti del debitore, ma opponibile a qualunque terzo come qualsiasi diritto reale. V. anche, per considerazioni in parte simili FRANÇON, *op. cit.*, p. 27, e LIBCHABER, *op. cit.*, p. 629, par. 22. *Contra* GAMBARO, *La proprietà*, cit., p. 75 ss., il quale afferma che i diritti reali possono riguardare solo cose corporali, ma tale affermazione non è volta a negare che ci possa essere un diritto reale che ha per oggetto un altro diritto, bensì ad escludere che le opere dell'ingegno possano costituire oggetto di diritti reali.

11. c) Inadeguatezza delle qualificazioni alternative rispetto a quella di vero e proprio usufrutto sul credito.

La conclusione per cui l'usufrutto di crediti è un vero e proprio usufrutto appare obbligata anche in considerazione del fatto che, qualora si negasse questa qualificazione, bisognerebbe proporre una diversa ricostruzione dell'istituto, e nessuna di quelle che finora sono state prospettate appare soddisfacente.

Non è possibile concepire l'usufrutto di credito come usufrutto sull'oggetto del credito, cioè sulla somma di denaro dovuta dal debitore⁷⁹, per le ragioni che abbiamo già chiarito nell'introduzione.

Non sono convincenti nemmeno le ricostruzioni che sono state elaborate nella letteratura tedesca dell'Ottocento⁸⁰.

Si è affermato che l'usufrutto di credito consisterebbe nel diritto di amministrazione del credito attribuito all'usufruttuario con facoltà di percepire gli interessi (Mühlenbruch). Il riferimento all'amministrazione del credito però non è chiaro, non corrisponde alla volontà delle parti, che non intendono attribuire un potere di amministrazione bensì una facoltà di percepire il reddito proveniente dal credito, e infine non spiega la necessità della riscossione congiunta del credito stesso, prevista dall'ordinamento italiano e da altri ordinamenti dell'Europa continentale (come vedremo meglio nella sezione successiva), poiché un "amministratore" del credito dovrebbe essere autorizzato a riscuotere da solo per conto del creditore.

Si è vista poi nell'usufrutto di crediti una costituzione anticipata dell'usufrutto sull'oggetto del credito (Zielonacki, Rohde), *rectius* sull'oggetto della prestazione dovuta dal debitore: a tacer d'altro, questa costruzione risulta inadeguata perché potrebbe avere un senso solo per l'usufrutto di crediti non pecuniari, che effettivamente non attribuisce all'usufruttuario un'utilità immediata ma soltanto il diritto a un'utilità futura che

⁷⁹ Così PLAIA, voce *Usufrutto, uso, abitazione*, in *Dig. disc. priv. – sez. civ.*, XIX, Torino 1999, p. 587, il quale afferma che «esclusa la configurabilità di diritti su diritti, l'usufrutto di credito altro non è che un usufrutto sul capitale e dunque, in altri termini, un diritto di credito alla percezione dei frutti civili, ovvero degli interessi».

⁸⁰ Queste teorie, che sottoporremo a una breve disamina critica nel testo, sono elencate sinteticamente da NICOLÒ-GIORGIANNI, voce *Usufrutto*, cit., p. 783, ed illustrate diffusamente da FERRARA, *op. cit.*, p. 367 ss., il quale muove a ciascuna di esse puntuali obiezioni; poiché però alcune di queste obiezioni risultano superate dal dato normativo attuale o comunque non sono condivisibili, e poiché ad esse se ne possono talora aggiungere delle altre, procederemo all'annunciata disamina critica delle predette teorie in modo autonomo rispetto al pensiero di questo autore.

si realizzerà allorché la prestazione sarà ricevuta; la costruzione risulta invece evidentemente inesatta rispetto all'usufrutto di crediti pecuniari, che non si risolve affatto nel mero diritto a un'utilità futura, ma attribuisce all'usufruttuario un'utilità immediata rappresentata dai frutti del credito.

Secondo un altro autore l'usufrutto di credito sarebbe una figura *sui generis*, perché nel rapporto esterno con il debitore l'usufruttuario avrebbe lo *ius exigendi* del credito, mentre il rapporto interno con il creditore si regolerebbe secondo i principi dell'usufrutto (Hanausek). Ma a questa tesi si può obiettare che l'usufrutto di crediti deve essere classificato o tra i diritti reali, o tra i diritti di credito: *tertium non datur*.

Molti autori tedeschi dell'Ottocento hanno effettivamente ricondotto l'usufrutto di crediti a un diritto di carattere personale nei confronti del debitore, assumendo tuttavia diverse posizioni in merito al contenuto che avrebbe questo asserito credito.

Taluno ha affermato che si tratterebbe del medesimo credito che faceva capo al creditore che ha costituito l'usufrutto, poiché avrebbe luogo una vera e propria cessione del credito, che farebbe acquistare all'usufruttuario la titolarità dello stesso con l'obbligo di restituire al termine dell'usufrutto il credito stesso, se non è stato esercitato, oppure il suo equivalente pecuniario (Duncker, Salpius, Brinz). Ma la tesi non può essere accolta perché è evidente che con la costituzione dell'usufrutto sul credito non si realizza affatto un trasferimento del credito in capo all'usufruttuario. Questa tesi è stata sostenuta anche in Francia da Proudhon, secondo il quale però la predetta cessione si realizzerebbe solo nei rapporti esterni con il debitore, mentre nei rapporti interni tra usufruttuario e creditore la situazione resterebbe immutata; ma nemmeno questa variante della tesi della cessione è persuasiva, perché, come è stato osservato dal Ferrara, il credito o si trasferisce oppure non si trasferisce, senza che si possano verificare situazioni ibride.

Si è sostenuto poi che il diritto dell'usufruttuario del credito sarebbe una pretesa ad ottenere dal debitore la costituzione dell'usufrutto sull'oggetto della prestazione che lo stesso deve eseguire nei confronti del creditore (Schmidt, Bürkel, il quale però successivamente cambierà opinione, come diremo): ma la costruzione è evidentemente artificiosa, poiché il debitore non ha nessun obbligo di questo genere, e inoltre lascia priva di spiegazione la circostanza che, se si tratta di credito pecuniario, l'usufruttuario ha diritto di percepire i frutti del credito anche prima e indipendentemente dal pagamento del

capitale.

Secondo taluno addirittura si avrebbero tante cessioni quanti sono i crediti d'interessi che di volta in volta nascono dal credito principale (Meyerfeld); ma questa tesi si rivela inaccettabile perché, considerato che gli interessi maturano *de die in diem*, ogni giorno si avrebbe una cessione, con i conseguenti oneri di notificazione o accettazione da soddisfare, il che appare davvero insostenibile.

Se anche poi si vedesse nell'usufrutto di credito un'unica cessione del credito agli interessi, la tesi non sarebbe convincente, perché trascurerebbe il fatto che l'usufruttuario del credito non ha solo il diritto di percepire gli interessi, ma anche la legittimazione a riscuotere il capitale assieme al creditore, il diritto a deciderne il reimpiego – sempre assieme al creditore – e soprattutto il diritto di usufrutto sul bene acquistato impiegando il capitale⁸¹.

Secondo altri l'usufrutto di credito darebbe luogo ad una cessione parziale del credito, ma non nel senso che sarebbe alienato il diritto a ricevere una parte della prestazione, bensì nel senso che sarebbero alienate solo alcune delle facoltà spettanti al creditore (Hasenöhr; così anche Bürkel, che muta l'opinione precedentemente espressa, proponendo questa nuova teoria anche per il pegno di crediti⁸²).

Fin qui abbiamo esaminato e respinto le diverse proposte ricostruttive dell'usufrutto di crediti avanzate nella dottrina tedesca dell'Ottocento.

Nella dottrina italiana della prima metà del Novecento si registra un orientamento che ricorre alla teoria della successione costitutiva per negare che l'usufrutto di crediti sia un vero usufrutto e per respingere più in generale la tesi qui accolta dell'ammissibilità dei diritti su diritti⁸³. Di questo orientamento abbiamo già avuto modo di occuparci nei parr. 3 e 4, dove abbiamo rilevato che è senz'altro corretto ricondurre la costituzione del pegno di diritti, dell'ipoteca di diritti e dell'usufrutto di crediti al fenomeno della successione costitutiva, ma ciò non esclude che il predetto fenomeno

⁸¹ Sembra ridurre l'usufrutto di credito a un mero credito agli interessi PLAIA, *op. cit.*, p. 587, il quale però afferma al contempo, inconciliabilmente, che si tratta di un usufrutto sul capitale. Nel senso che l'usufrutto di crediti è una figura più ampia della mera cessione del credito agli interessi, v. BIONDI, *I beni*, cit., p. 29, il quale osserva tra l'altro che l'usufrutto potrebbe anche avere ad oggetto un credito infruttifero, cosicché rispetto a questa fattispecie la ricostruzione in termini di cessione del credito agli interessi non avrebbe senso.

⁸² V. *supra* la nota 5.

⁸³ FERRARA, *L'usufrutto dei crediti nel diritto civile italiano*, cit., p. 400 ss., alla cui tesi aderisce anche DE CUPIS, *op. cit.*, p. 1121; NICOLÒ-GIORGIANNI, *op. cit.*, p. 782 s.

dia luogo nelle ipotesi considerate alla costituzione di un diritto reale (nel caso che qui interessa, l'usufrutto) che ha per oggetto il diritto dal quale è stato generato (nella specie, il credito).

Venendo alla dottrina più moderna, una parte consistente di essa propone di concepire il c.d. usufrutto di diritti come un diritto di credito avente contenuto analogo all'usufrutto. Si tratterebbe cioè di un diritto di credito che non avrebbe né la struttura né il contenuto dell'usufrutto, ma: 1) assolverebbe la medesima funzione economico-sociale; 2) farebbe sorgere in capo al titolare del diritto pretese uguali ad alcune delle pretese facenti capo al costituente, analogamente a quanto avviene con la costituzione dell'usufrutto; 3) sarebbe caratterizzato dalla temporaneità e dall'obbligo di conservare la destinazione economica della *res*; 4) determinerebbe nei confronti del titolare del credito principale delle limitazioni analoghe a quelle che subisce il titolare della proprietà su un bene gravato da usufrutto. Si tratterebbe in sostanza di un diritto avente la stessa struttura, la stessa funzione e la stessa disciplina dell'usufrutto, ma non sarebbe classificabile come tale a causa del suo particolare oggetto, che non è una cosa materiale⁸⁴. Pertanto il richiamo alla figura dell'usufrutto sarebbe dettato esclusivamente da esigenze di comodità e di chiarezza espressiva, e la figura in questione sarebbe soggetta alla disciplina della circolazione dei crediti (ordinaria o cartolare), integrata da alcune norme regolanti l'usufrutto⁸⁵.

Tuttavia questo asserito credito apparirebbe alquanto singolare, perché sarebbe caratterizzato, oltre che da pretese nei confronti del debitore (aventi ad oggetto la corresponsione degli interessi), anche da un articolato rapporto con un soggetto terzo, creditore del capitale. Cogliendo questo aspetto, la dottrina parla di «figura complessa che, anche se rimane nell'ambito dei rapporti obbligatori, non si risolve in un puro credito verso il debitore»⁸⁶. Questo rapporto tra usufruttuario e creditore del capitale non ha certo carattere obbligatorio, perché nessuna prestazione è dovuta al secondo da parte del

⁸⁴ PUGLIESE, *Usufrutto, uso, abitazione*, cit., p. 652 s. e p. 659; BIGLIAZZI GERI, *op. cit.*, p. 216 ss.; BIANCA, *La proprietà*, cit., p. 615 s.; LARROUMET, *op. cit.*, p. 281 s.; per WOLFF, *Sachenrecht*, cit., p. 115, l'usufrutto di diritto ha la stessa natura del diritto che ne è oggetto; concordano PÉREZ GONZÁLES-ALGUÉR, *op. cit.*, p. 119.

⁸⁵ BIGLIAZZI GERI, *op. cit.*, p. 215 ss.

⁸⁶ PUGLIESE, *op. ult. cit.*, p. 659.

primo⁸⁷; ma allora come configurarlo?

Inoltre, e soprattutto, l'attribuzione al diritto in esame della natura di diritto obbligatorio trova un ostacolo a nostro avviso insormontabile nella previsione di cui all'art. 1000, comma 2, prima proposizione, secondo la quale «il capitale riscosso dev'essere investito in modo fruttifero e su di esso si trasferisce l'usufrutto». Appare davvero difficile immaginare che un diritto che ha natura obbligatoria si possa trasformare in un diritto reale: si tratterebbe di una trasformazione affatto singolare, un vero e proprio *unicum* nel nostro ordinamento, a quanto consta, che non troverebbe supporto in alcuna norma o principio. Assai più ragionevole, oltre che rispondente alla *ratio* della norma e compatibile con i principi generali, è descrivere questo fenomeno come una surrogazione reale⁸⁸, cioè come un cambiamento che riguarda l'oggetto di un diritto che, per il rimanente, conserva la stessa natura (di diritto reale) e il medesimo regime.

Prescindendo dalla questione se la surrogazione reale corrisponda a un principio del nostro ordinamento dotato di più o meno ampia valenza generale, appare indubitabile che essa operi nell'ambito dell'usufrutto, poiché ciò si ricava inequivocabilmente dagli artt. 1017, 1019 e 1020 c.c., già citati nell'introduzione, che prevedono il trasferimento dell'usufrutto sull'indennità dovuta dal responsabile del perimento della cosa o dall'assicuratore, nonché il trasferimento sull'indennità per l'espropriazione o la requisizione della cosa⁸⁹. La circostanza che nell'usufrutto operi il principio della surrogazione reale trova spiegazione nell'esigenza, che l'ordinamento vuole salvaguardare, di garantire che l'istituto possa continuare a svolgere la sua funzione di attribuire a un determinato soggetto un reddito prodotto da un bene.

Pertanto, nel caso di usufrutto di credito, la circostanza che l'usufruttuario venga ad essere titolare dell'usufrutto su ciò che è acquistato mediante il reimpiego della

⁸⁷ V. PUGLIESE, *op. ult. cit.*, p. 670; l'autore tra l'altro afferma che il diritto dell'usufruttuario del credito si prescriverebbe in vent'anni: se si concordasse con questa affermazione, e contemporaneamente si ritenesse che l'usufrutto di crediti è in realtà un diritto di credito, si dovrebbe ammettere di essere in presenza dell'unico caso di diritto di credito che ha un termine di prescrizione maggiore di quello ordinario e pari a quello dei diritti reali di godimento.

⁸⁸ Cfr. anche FRANÇON, *op. cit.*, p. 4; *contra*, con un'obiezione non convincente, LIBCHABER, *op. cit.*, p. 621 s.

⁸⁹ V. MAGAZZÙ, voce *Surrogazione reale*, in *Enc. d.*, XLIII, Milano 1990, pp. 1498 e 1503 s., che mette in luce come il fenomeno surrogatorio abbia una finalità conservativa del diritto, poiché consente che esso rimanga in vita mantenendo inalterata la propria natura, pur modificandosi nell'oggetto. La teoria della surrogazione reale è stata elaborata soprattutto in Francia: cfr. MARTY-RAYNAUD, *Introduction générale a l'étude du droit*, in *Droit civil*, I, 2^a ediz., Parigi 1972, p. 470 ss.

somma riscossa si spiega agevolmente col fatto che si verifica per l'appunto una surrogazione reale, cioè un mutamento dell'oggetto dell'usufrutto dal credito originario al nuovo bene, restando immutata la natura dell'usufrutto stesso.

Scartata anche ogni ricostruzione dell'usufrutto di crediti in termini di diritto personale, non resta che concludere che esso è un vero e proprio diritto reale di usufrutto⁹⁰.

Non deve apparire strano che un diritto reale come l'usufrutto possa essere costituito dal titolare di un diritto di credito: quest'ultimo infatti ha il potere di disporre liberamente del proprio diritto, cedendolo in tutto o in parte, rinunciandovi, costituendolo in pegno, cosicché non v'è nulla di anomalo nel fatto che egli possa anche costituire un usufrutto sullo stesso. Nemmeno deve sembrare singolare che l'usufrutto, originato da un diritto di credito, si possa trasferire poi su una cosa materiale (quella acquistata reimpiegando il capitale riscosso), poiché ciò costituisce un semplice mutamento dell'oggetto che è del tutto normale per l'usufrutto, per il quale vale il principio della surrogazione reale.

12. Rilevanza della qualificazione del c.d. usufrutto di crediti come vero usufrutto piuttosto che come diritto di credito.

La posizione che si scelga di assumere circa la qualificazione del c.d. usufrutto di crediti come vero usufrutto o come diritto di credito dovrebbe, in astratto, comportare rilevanti differenze di disciplina. Occorre considerare però che l'innegabile analogia sia funzionale che strutturale tra l'usufrutto di crediti e l'usufrutto di cose materiali, dovrebbe consentire in linea di massima di applicare al primo in via analogica le norme previste per il secondo, che risultino compatibili. Del resto anche per il quasi usufrutto, che la dottrina pressoché unanime considera un diritto soggettivo profondamente eterogeneo rispetto all'usufrutto e pertanto insuscettibile di un inquadramento dogmatico nell'alveo di quest'ultimo⁹¹, v'è chi ha sostenuto che si dovrebbero applicare tutte le norme concernenti l'usufrutto, purché non incompatibili con la vicenda traslativa, in

⁹⁰ A favore della natura reale dell'usufrutto di crediti si sono espressi DE MARTINO, *Dell'usufrutto, dell'uso e dell'abitazione*, cit., *sub* art. 1000, p. 266 ss.; GALLO, *L'usufrutto*, in *Tratt. Bessone*, VII, t. II, Torino 2001, p. 60 ss.

⁹¹ Per i riferimenti v. *supra* la nota 50.

considerazione dell'identica funzione economica rivestita dalle due figure⁹².

Nonostante il prospettato ricorso all'analogia, però, l'alternativa tra la qualificazione dell'usufrutto di credito come vero e proprio usufrutto e la sua classificazione tra i diritti personali, avrebbe comunque significative implicazioni sotto il profilo della disciplina: basti pensare al termine di prescrizione, che è ventennale se si ravvisa nella specie un diritto reale, mentre è di dieci anni se si tratta di un diritto di credito (sulla prescrizione torneremo nella sezione successiva al par. 8), oppure alla possibilità di invocare, quanto alla competenza, i fori facoltativi del luogo in cui l'obbligazione è sorta o deve essere eseguita, previsti dall'art. 20 c.p.c., e quanto alla giurisdizione, il foro speciale dello Stato in cui l'obbligazione è stata o deve essere eseguita, previsto dall'art. 5 del Regolamento 44/2001/CE, possibilità della quale ci si può avvalere solo se si accoglie la tesi della natura personale dell'usufrutto di credito.

Per quanto riguarda invece il profilo del diritto internazionale privato, la legge applicabile all'usufrutto di crediti a nostro avviso deve essere individuata utilizzando in ogni caso i medesimi criteri di collegamento, cioè quelli stabiliti dall'art. 12 della Convenzione di Roma del 1980 sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali, richiamata dall'art. 57 della legge n. 218 del 1995 (e oggi previsti anche dall'art. 14 del regolamento CE n. 593/2008 del 17 giugno 2008 sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali, c.d. "Roma I", che si applica ai contratti conclusi dopo il 17 dicembre 2009, e che, ai sensi dell'art. 24, «sostituisce la convenzione di Roma negli Stati membri, salvo per quanto riguarda i territori degli Stati membri che rientrano nel campo di applicazione territoriale di tale convenzione e ai quali il presente regolamento non è applicabile a norma dell'articolo 299 del trattato»). Tale articolo riguarda la cessione convenzionale del credito, ma sembra poter essere applicato in via analogica anche alla successione derivativo-costitutiva qual è la costituzione dell'usufrutto sul credito⁹³: alla

⁹² V. BIANCA, *La proprietà*, cit., p. 626.

⁹³ Qualche difficoltà nel ricorrere alla predetta applicazione analogica potrebbe derivare dalla circostanza che l'art. 14 del citato regolamento n. 593 del 2008, a differenza dell'art. 12 della Convenzione di Roma, ha cura di specificare cosa debba intendersi per cessione del credito ai fini del presente articolo, poiché stabilisce al comma 3 che «Il concetto di cessione nel presente articolo include i trasferimenti definitivi di crediti, i trasferimenti di crediti a titolo di garanzia nonché gli impegni e altri diritti di garanzia sui crediti». Si potrebbe sostenere infatti che se il legislatore comunitario ha voluto specificare l'ambito di applicazione della disposizione, non si possono comprendere in tale ambito fattispecie, quali l'usufrutto di crediti, che il legislatore stesso ha scelto di non considerare. Ma questo argomento, che sostanzialmente si risolve nel sostenere che il legislatore comunitario *ubi voluit dixit, ubi noluit tacuit*, appare tutt'altro che insuperabile, poiché non sembra che si possa attribuire alla mancata menzione dell'usufrutto di crediti una

luce del 1° comma, i rapporti tra creditore costituente e usufruttuario sono regolati dalla legge che si applica al contratto tra essi intercorso, mentre alla luce del 2° comma la cedibilità del credito (dalla quale dipende la possibilità di darlo in usufrutto), i rapporti tra usufruttuario e debitore, le condizioni di opponibilità della costituzione dell'usufrutto al debitore e il carattere liberatorio della prestazione fatta dal debitore sono disciplinati dalla legge che regola il credito. Del resto la disposizione che individua la legge applicabile in materia di diritti reali, costituita dall'art. 51 della legge n. 218 del 1995, utilizza come criterio di collegamento quello dello Stato in cui i beni si trovano, criterio che non potrebbe operare per i crediti, che in quanto *res incorporales* nel senso romano, cioè entità astratte prive di materialità, non occupano alcun luogo fisico.

precisa volontà del legislatore comunitario di escludere lo stesso dall'ambito di applicazione della disposizione.

SEZIONE II – LA DISCIPLINA DELL’USUFRUTTO DI CREDITI

1. La costituzione dell’usufrutto di crediti.

Dopo avere affrontato la questione della natura dell’usufrutto di crediti, e avere cercato di dimostrare che esso costituisce un vero e proprio diritto reale di usufrutto sul credito, è necessario analizzarne nel dettaglio la disciplina.

Prendendo le mosse dalla costituzione dell’usufrutto su un credito, ci sembra evidente che riguardo ad essa debbano trovare applicazione le regole sulla cessione dei crediti. La prima ragione che giustifica questa conclusione risiede nel fatto che la costituzione dell’usufrutto è un fenomeno di successione costitutiva, come abbiamo evidenziato nella sezione precedente, e che tale fenomeno si presenta indubbiamente affine a quello della cessione *tout court*, tanto da meritare analoga disciplina. In secondo luogo il dato normativo denota l’intenzione del legislatore di applicare le regole sulla cessione del credito di cui agli artt. 1260 ss. c.c. anche alla costituzione dell’usufrutto sul credito: infatti da un lato nell’art. 1000 c.c., si rinviene al comma 1, ultima proposizione, una clausola che fa salve le norme sulla cessione dei crediti, ancorché non con riguardo alla costituzione dell’usufrutto bensì alla liberatorietà del pagamento eseguito dal debitore; dall’altro lato nell’art. 1265, comma 2, c.c., si estende la regola di soluzione dei conflitti tra più aventi causa dallo stesso creditore, dettata dal comma precedente, all’ipotesi in cui il credito ha formato oggetto di costituzione di usufrutto. Infine la necessità di applicare alla costituzione dell’usufrutto su un credito le regole sulla cessione dei crediti è confermata dal dato comparatistico, dal quale emerge in particolare che in Germania siffatta soluzione è esplicitamente accolta dal diritto positivo: infatti il § 1069, Abs. I, BGB, stabilisce in via generale che la costituzione dell’usufrutto su un diritto avviene secondo le disposizioni sul trasferimento del diritto¹, e pertanto, alla luce di tale disposizione, la costituzione dell’usufrutto su un diritto di credito avviene secondo le disposizioni sulla cessione del credito.

Dall’applicazione della disciplina della cessione del credito e dei principi che la governano discende che l’usufrutto si costituisce per effetto del semplice consenso tra

¹ «Die Bestellung des Nießbrauchs an einem Recht erfolgt nach den für die Übertragung des Rechts geltenden Vorschriften».

creditore costituente e usufruttuario, e che l'usufruttuario ha l'onere di notificare al debitore la costituzione dell'usufrutto o di conseguire dallo stesso l'accettazione, a un triplice scopo: a) per opporre l'usufrutto al debitore; b) per risolvere a suo favore un eventuale conflitto che insorga con un terzo che acquisti l'usufrutto sul credito dallo stesso creditore; c) per opporre l'usufrutto ai terzi successivi acquirenti del credito². Il secondo dei profili appena elencati non merita particolari osservazioni. Del terzo ci siamo già occupati nella sezione precedente, quando abbiamo evidenziato che anche l'usufrutto di credito ha il carattere dell'opponibilità ai successivi acquirenti del bene (cioè del credito) gravato, che è tipico della realtà. Il primo profilo invece verrà affrontato nel dettaglio nei paragrafi che seguono, nei quali ci occuperemo delle prerogative che spettano all'usufruttuario nei confronti del debitore; qui possiamo limitarci ad osservare in via generale che vale nel nostro ordinamento il principio generale che è codificato nel § 1070, Abs. I, BGB, in forza del quale al rapporto tra l'usufruttuario e il debitore trovano applicazione le disposizioni che valgono, in caso di cessione del credito, tra il cessionario e l'obbligato³.

Le fonti dell'usufrutto di credito possono essere il contratto o il testamento, ed è altresì astrattamente configurabile un acquisto mediante sentenza *ex art. 2932 c.c.*⁴, mentre resta ovviamente esclusa la possibilità di un acquisto per usucapione o *ex art. 1153 c.c.*⁵.

2. Il diritto agli interessi: titolarità e modalità di esercizio.

Per quanto riguarda gli interessi prodotti dal credito pecuniario gravato da usufrutto, l'art. 1000 c.c. nulla dispone, ma appare fuori dubbio che essi spettino all'usufruttuario in quanto frutti del credito, ai sensi dell'art. 984 c.c.

La soluzione per la quale gli interessi prodotti dal credito spettano all'usufruttuario è condivisa anche negli altri ordinamenti dell'Europa continentale.

² Cfr. WOLFF, *op. cit.*, p. 116 s.

³ In realtà il principio sancito dalla citata disposizione tedesca è più ampio, perché non si riferisce solo all'usufrutto di credito ma più in generale all'usufrutto di diritti in forza dei quali può essere richiesta una prestazione, e stabilisce: «*Ist ein Recht, kraft dessen eine Leistung gefordert werden kann, Gegenstand des Nießbrauchs, so finden auf das Rechtsverhältnis zwischen dem Nießbraucher und dem Verpflichteten die Vorschriften entsprechende Anwendung, welche im Falle der Übertragung des Rechts für das Rechtsverhältnis zwischen dem Erwerber und dem Verpflichteten werden*».

⁴ Cfr. PUGLIESE, *Usufrutto, uso, abitazione*, cit., p. 231 s.

⁵ Cfr. PUGLIESE, *op. cit.*, p. 220; PUIG PEÑA, *op. cit.*, p. 490.

In Svizzera essa è accolta dal diritto positivo, poiché l'art. 773, comma 1, del codice civile, stabilisce che «*L'usufruit d'une créance donne le droit d'en percevoir les revenus*».

In Spagna v'è al riguardo una disposizione formulata in modo non perspicuo, l'art. 475, comma 1, c.c., secondo la quale «*Si el usufructo se constituye sobre el derecho a percibir ... los intereses de obligaciones ..., se considerará cada vencimiento como productos o frutos de aquel derecho*»: la scarsa chiarezza della disposizione deriva dal fatto che essa si riferisce all'usufrutto gravante su un credito avente ad oggetto la prestazione di interessi, e non all'usufrutto gravante su un credito pecuniario idoneo a produrre interessi: tuttavia la dottrina non dubita che anche in questa seconda fattispecie l'usufruttuario abbia diritto di percepire gli interessi⁶.

Anche il codice portoghese ha una disposizione formulata in modo improprio: si tratta dell'art. 1464, che prevede che «*O usufrutuário de capitais postos a juro ou a qualquer outro interesse, ou investidos em títulos de crédito, tem o direito de perceber os frutos correspondentes à duração do usufruto*». L'improprietà qui sta nel fatto che la fattispecie considerata, cioè "l'usufrutto di capitali posti a interesse", a ben vedere non è un usufrutto di somma capitale, perché chi ha dato a mutuo una somma di denaro ne perde la disponibilità e pertanto non può costituirla in usufrutto, ma è piuttosto un usufrutto di credito pecuniario fruttifero. Dunque il titolare di tale usufrutto ha diritto di percepire i frutti del credito maturati durante l'usufrutto stesso.

Il BGB invece non contiene una disposizione espressa sulla spettanza degli interessi del credito gravato da usufrutto, il che appare singolare considerato che esso detta una disciplina molto dettagliata dell'usufrutto di crediti. Tuttavia v'è una disposizione normativa dalla quale si può ricavare inequivocabilmente che gli interessi spettano all'usufruttuario: si tratta del § 1081, Abs. I, ultima proposizione, che, riferendosi all'usufrutto di titoli di credito, stabilisce che il possesso delle cedole del titolo relative a interessi, rendite o utili spetta all'usufruttuario⁷. È evidente infatti che il possesso delle predette cedole serve all'usufruttuario per riscuotere gli interessi, le rendite o gli utili cui le cedole stesse si riferiscono, presupponendosi evidentemente che egli abbia diritto di

⁶ DÍEZ PICAZO-GULLÓN, *op. cit.*, p. 429 s.

⁷ «Der Besitz der zu dem Papiere gehörenden Zins-, Renten- oder Gewinnanteilscheine steht dem Nießbraucher zu».

farli propri.

Anche il codice francese, come quello tedesco, tace sul punto della titolarità del diritto agli interessi, ma la dottrina è dell'avviso che esso spetti all'usufruttuario⁸.

Nemmeno il codice olandese regola espressamente la spettanza degli interessi prodotti dal credito, ma stabilisce in via generale che i frutti spettano all'usufruttuario, con disposizione apparentemente analoga al nostro art. 984 c.c., ma che in realtà ha una portata più ampia: infatti se si considera che la disciplina dell'usufrutto in questo codice è collocata nell'ambito delle disposizioni che concernono i beni, per tali intendendosi sia le cose materiali che i diritti patrimoniali, risulta evidente che la citata disposizione sulla spettanza dei frutti del bene gravato da usufrutto non può che riferirsi sia ai frutti della cosa materiale che ai frutti del diritto patrimoniale, quali gli interessi dei crediti.

In conclusione appare sicuro che gli interessi spettano all'usufruttuario. Tuttavia, in forza della disciplina della cessione del credito e dei principi che la governano – che vengono in rilievo perché al rapporto tra l'usufruttuario e il debitore trovano applicazione le disposizioni che valgono, in caso di cessione del credito, tra il cessionario e l'obbligato (cfr. par. 1070, Abs. I, BGB) –, il debitore deve ritenersi liberato se paga gli interessi al creditore prima che la costituzione dell'usufrutto sul credito gli sia stata notificata o che egli la abbia accettata, a meno che l'usufruttuario dimostri che lo stesso debitore ne era a conoscenza.

Se invece il debitore paga gli interessi al creditore al di fuori dei casi appena indicati, paga male, con la conseguenza che l'usufruttuario potrà chiedere nuovamente il pagamento e che il pagamento già effettuato obbligherà l'*accipiens* alla restituzione secondo la disciplina dell'indebito oggettivo di cui all'art. 2033 c.c.

All'usufruttuario che chieda il pagamento degli interessi il debitore può opporre tutte le eccezioni relative ai suoi rapporti con costui e ad eventuali vizi dell'atto di costituzione dell'usufrutto. Quanto alla compensazione però si deve naturalmente distinguere tra quella che riguarda il debito per gli interessi, che può essere senz'altro opposta dal debitore all'usufruttuario, e quella che riguarda il debito per il capitale, che invece può essere opposta dal debitore al creditore ma senza che ciò possa pregiudicare l'usufruttuario, al quale detta compensazione non sarebbe comunque opponibile, ai sensi dell'art. 1250 c.c.

Infine merita di essere precisato che, per quanto riguarda gli interessi, l'usufruttuario ha un vero e proprio credito nei confronti del debitore, la cui titolarità però gli è attribuita come effetto della titolarità dell'usufrutto sul credito pecuniario (dal quale il credito agli interessi è generato e del quale costituisce un accessorio), come abbiamo chiarito nella sezione precedente. In quanto titolare del credito agli interessi, l'usufruttuario potrà disporre liberamente dello stesso, concedendo dilazioni, rimettendo il debito, agendo esecutivamente, ecc.

3. Il diritto al capitale: titolarità e modalità di esercizio.

3.1. IL 1° COMMA DELL'ART. 1000: LA RISCOSSIONE CONGIUNTA DA PARTE DEL PROPRIETARIO E DELL'USUFRUTTUARIO.

Dopo avere trattato della sorte degli interessi del credito gravato da usufrutto, è necessario occuparsi del capitale, esaminando a tal fine la disposizione dell'art. 1000 c.c. Tale disposizione riveste una considerevole importanza perché viene in applicazione non soltanto per l'usufrutto di crediti, ma anche, e soprattutto, con riguardo all'usufrutto di titoli di credito che incorporano il diritto ad una prestazione di carattere pecuniario, come ad esempio le obbligazioni emesse dalle società per azioni. Quando ci occuperemo dell'usufrutto di titoli di credito, e tenteremo di ricostruirne in modo unitario la disciplina, individueremo proprio nella disposizione in commento uno dei parametri attraverso i quali si può operare tale ricostruzione: vedremo infatti che nell'art. 1000 e nell'art. 984 si può vedere la disciplina generale dei diritti patrimoniali incorporati in un credito, mentre nell'art. 2352 c.c. sull'usufrutto di titoli azionari si può rinvenire la disciplina generale dei diritti amministrativi e di quelli di carattere misto (cioè amministrativo e patrimoniale insieme: il riferimento è al diritto di opzione).

Tanto premesso, iniziamo dall'analisi del 1° comma dell'art. 1000, il quale prevede che «per la riscossione di somme che rappresentano un capitale gravato da usufrutto, è necessario il concorso del titolare del credito e dell'usufruttuario». Abbiamo già messo in luce nell'introduzione che la formulazione della disposizione è impropria nella parte in cui mostra di considerare l'usufrutto come gravante sulla somma capitale, poiché in realtà oggetto dell'usufrutto è il credito al pagamento del capitale stesso, cosicché

⁸ LARROUMET, *op. cit.*, p. 282.

la disposizione avrebbe dovuto iniziare più correttamente dicendo: «per la riscossione del capitale di un credito gravato da usufrutto, ... ».

Alla luce di tale disposizione, il capitale deve essere riscosso congiuntamente dall'usufruttuario e dal nudo proprietario, il che significa che il debitore non si libera pagando ad uno solo di essi e può rifiutare il pagamento che uno solo gli chieda. In caso di disaccordo, dunque, l'usufruttuario e il nudo proprietario difficilmente riusciranno a ottenere il pagamento dal debitore escutendolo singolarmente. Se il proprietario vorrà ottenere il pagamento senza il consenso dell'usufruttuario sarà costretto ad agire in giudizio nei confronti del debitore, citando anche l'usufruttuario, e altrettanto dovrà fare l'usufruttuario se vorrà ottenere il pagamento in mancanza del consenso del nudo proprietario. Si instaurerà così un giudizio che vede litisconsorti necessari il debitore, il creditore e l'usufruttuario, e nel quale il giudice sarà chiamato a decidere nelle mani di chi dovrà essere eseguito il pagamento⁹.

Non vediamo difficoltà ad ammettere che il creditore e l'usufruttuario, agendo disgiuntamente, possano esigere che il debitore invece del pagamento provveda al deposito a favore di entrambi, secondo la soluzione adottata dal § 1077, Abs. I, ultima proposizione, BGB.

La necessità che il nudo proprietario concorra alla riscossione del capitale si spiega con l'esigenza di garantire allo stesso che il capitale non gli venga sottratto dall'usufruttuario e gli sia restituito al termine dell'usufrutto¹⁰. Corrispondentemente, la necessità che l'usufruttuario concorra alla riscossione del capitale si spiega con l'esigenza di garantire allo stesso che il capitale non gli venga sottratto dal creditore e che sia invece investito in modo fruttifero, cosicché l'usufrutto possa continuare sul bene acquistato mediante tale investimento.

È consentito però all'usufruttuario e al nudo proprietario derogare al disposto dell'art. 1000, comma 1°, accordandosi per attribuire la legittimazione esclusiva alla riscossione del capitale ad uno solo di essi senza il consenso dell'altro, e ciò sia all'atto della costituzione dell'usufrutto, sia successivamente¹¹. Si noti che all'usufruttuario può essere attribuita convenzionalmente solo la legittimazione esclusiva alla riscossione del

⁹ PUGLIESE, *op. cit.*, p. 664 s.

¹⁰ DE MARTINO, *Dell'usufrutto, dell'uso e dell'abitazione*, cit., *sub* art. 1000, p. 266.

¹¹ DE MARTINO, *op. ult. cit.*, p. 271.

capitale, non anche la titolarità del diritto al capitale, giacché in tal caso non di usufrutto si tratterebbe bensì di una vera e propria cessione del credito.

Naturalmente se l'usufruttuario procede alla riscossione del capitale senza il concorso del nudo proprietario commette un abuso sanzionabile ai sensi dell'art. 1015 c.c.

V'è da rilevare però che il citato art. 1000, comma 1°, c.c. contiene una clausola finale che fa salve le norme sulla cessione dei crediti. In virtù di tale clausola trova applicazione nell'usufrutto di crediti il regime dell'art. 1264 c.c., nel senso che il debitore, come è tutelato se ignora l'avvenuta circolazione del credito, perché si può liberare pagando al creditore originario, allo stesso modo è tutelato se ignora l'avvenuta costituzione dell'usufrutto sul credito, perché si può liberare pagando capitale e interessi al creditore originario divenuto nudo proprietario¹². A tutela dell'affidamento del debitore, dunque, si presume la persistente titolarità del credito sia del capitale che degli interessi in capo al creditore originario (c.d. legittimazione storica del cedente), in virtù del più generale principio di presunzione di persistenza delle situazioni giuridiche¹³, ma la predetta tutela viene meno se l'usufruttuario dimostra che il debitore ha pagato al creditore in mala fede, cioè essendo consapevole dell'esistenza dell'usufrutto. Si discute se debba essere esclusa la tutela dell'affidamento del debitore anche se questi versi in colpa grave, cioè ignori colpevolmente l'esistenza dell'usufrutto: nel regime dei titoli di credito la colpa grave è espressamente equiparata alla mala fede sotto questo profilo (art. 1992, comma 2, c.c.), mentre per la cessione ordinaria del credito tale equiparazione dovrebbe essere desunta in via interpretativa, giacché la lettera dell'art. 1264 c.c. fa riferimento soltanto al dolo¹⁴.

L'art. 1264 c.c. viene in rilievo, sempre con riguardo all'usufrutto di crediti, anche in un'ipotesi diversa da quella della costituzione (o della cessione) dell'usufrutto. Ci riferiamo all'ipotesi in cui, a seguito di un abuso dell'usufruttuario del credito, venga disposta l'amministrazione ai sensi dell'art. 1015 c.c.: in questo caso infatti è l'amministratore che deve ricevere la prestazione, ma tale circostanza è opponibile al

¹² DE MARTINO, *op. ult. cit.*, p. 271.

¹³ BIANCA, *Diritto civile*, 4, *L'obbligazione*, Milano 1993, p. 605; cfr. anche PERLINGIERI, *Della cessione dei crediti*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma 1982, *sub* art. 1264, p. 197.

debitore solo se il provvedimento giudiziale di nomina dell'amministratore gli è stato comunicato o gli è comunque noto¹⁵.

L'applicazione del regime dell'art. 1264 c.c. non viene in gioco invece allorché le parti abbiano stipulato una convenzione volta ad attribuire la legittimazione alla riscossione del capitale al solo usufruttuario, in deroga all'art. 1000 c.c., perché in questo caso non si verifica alcun trasferimento del credito, del quale si debba rendere edotto il debitore. In presenza di siffatta convenzione, un eventuale rifiuto da parte del debitore di pagare al solo usufruttuario è legittimo se il debitore ignora la convenzione che attribuisce all'usufruttuario la legittimazione esclusiva alla riscossione, mentre costituisce inadempimento se il debitore ha ricevuto notizia della convenzione accompagnata da prova liquida.

Ci si può chiedere cosa accade se il debitore offre al creditore un pagamento parziale. Non ci sembra che si possa dire che il diritto di concorrere alla riscossione attribuisca all'usufruttuario la facoltà di opporsi a siffatto pagamento cosicché il creditore potrebbe scegliere liberamente se accettarlo o meno, secondo le regole generali (art. 1181 c.c.). Qualora il creditore accettasse il pagamento parziale da parte del debitore, l'usufrutto verrebbe a scindersi in due usufrutti, uno sul credito residuo, l'altro su ciò che è acquistato mediante il reimpiego della parte di capitale riscossa.

È opportuno prendere in esame gli strumenti pratici dei quali il debitore può avvalersi per effettuare un pagamento a creditore e usufruttuario congiuntamente, ponendosi al riparo da contestazioni di sorta (contestazioni delle quali diremo ampiamente tra breve). Innanzi tutto il debitore potrebbe provvedere al versamento in un conto corrente cointestato all'usufruttuario e al creditore, soluzione che si presenta assai agevole, sempre che questi ultimi dispongano di un conto siffatto (il che invero potrebbe avvenire non di rado, specie se usufruttuario e creditore sono coniugi o genitore e figlio). In alternativa il debitore potrebbe eseguire il pagamento nelle mani del solo creditore, previo rilascio di una "autorizzazione" da parte dell'usufruttuario, oppure nelle mani del solo

¹⁴ Nel senso che il debitore non sarebbe liberato se paga al cedente ignorando l'avvenuta cessione per colpa grave, v. PARTESOTTI, *Lezioni sui titoli di credito*, 4^a ediz., Bologna 2001, p. 50 s.; *contra* PERLINGIERI, *op. cit.*, p. 185.

¹⁵ Questa soluzione è espressamente accolta in Germania nel § 1070, Abs. 2, BGB: «Wird die Ausübung des Nießbrauch nach § 1052 einem Verwalter übertragen, so ist die Übertragung dem Verpflichteten gegenüber erst wirksam, wenn er von der getroffenen Anordnung Kenntnis erlangt oder wenn ihm eine Mitteilung von der Anordnung zugestellt wird. Das Gleiche gilt von der Aufhebung der Verwaltung».

usufruttuario, previo rilascio di una “autorizzazione” da parte del creditore, che nella specie potrebbe costituire una procura all’incasso, un’indicazione di pagamento o una delegazione. Se non sussiste nessuna delle precedenti condizioni, e v’è contrasto tra usufruttuario e creditore, che non si accordano per concorrere alla riscossione, il debitore ha comunque a disposizione la procedura di liberazione coattiva dal debito di cui agli art. 1206 ss. c.c.

Nonostante la riscossione del capitale avvenga congiuntamente da parte dell’usufruttuario e del creditore, il debitore può opporre soltanto le eccezioni che vanta nei confronti del creditore, mentre non può avvalersi di quelle attinenti ai rapporti con l’usufruttuario. Il debitore può anche far valere la compensazione del proprio debito al pagamento del capitale con un controcredito di cui sia titolare nei confronti del creditore, ma la compensazione maturata dopo la costituzione dell’usufrutto non è opponibile all’usufruttuario, ai sensi dell’art. 1250 c.c., con la conseguenza che nonostante il suo verificarsi il capitale deve essere riscosso e reimpiegato di comune accordo, trasferendosi l’usufrutto su ciò che è acquistato mediante tale reimpiego.

Il necessario concorso di creditore e usufruttuario nella riscossione del capitale del credito gravato dall’usufrutto è prevista anche in altri ordinamenti dell’Europa continentale.

Così in particolare accade in Svizzera, dove l’art. 774, comma 1, prevede che il debitore che non è stato autorizzato a liberarsi nelle mani del creditore o dell’usufruttuario, deve pagare a tutti e due congiuntamente o procedere al deposito; nonché in Portogallo, dove l’art. 1464, comma 2, dispone che non è consentito riscuotere il capitale senza accordo tra usufruttuario e creditore, e che in caso di disaccordo l’autorizzazione del giudice può sostituire il consenso dell’uno o dell’altro.

Nell’ordinamento francese, in assenza di disposizioni sul punto, l’obbligo per il debitore di pagare congiuntamente all’usufruttuario e al creditore è proposto come soluzione *de lege ferenda* dalla dottrina¹⁶.

In Germania si distingue a seconda che il credito non sia fruttifero, nel qual caso l’usufruttuario può riscuoterlo da solo (§ 1074), oppure al contrario sia fruttifero, come nella fattispecie presa in considerazione dal nostro art. 1000 c.c., nel qual caso alla riscossione devono provvedere l’usufruttuario e il creditore congiuntamente (§ 1077),

come per l'appunto prevede il citato art. 1000.

Anche in Spagna si distingue, ma non a seconda che il credito sia o non sia fruttifero, bensì a seconda che l'usufruttuario abbia prestato la garanzia, oppure non l'abbia prestata o ne abbia prestata una insufficiente: nel primo caso l'usufruttuario può riscuotere il capitale da solo liberamente, nel secondo invece può farlo solo se ha ottenuto preventivamente l'“autorizzazione” dal proprietario o dal giudice (art. 507, par. 1), conseguendo così la legittimazione ad agire per ottenere l'adempimento in nome proprio (e non in nome del creditore)¹⁷. *Quid iuris* se né il creditore né il giudice concedono la predetta autorizzazione? Secondo la dottrina spagnola, in tal caso è il creditore che deve procedere alla riscossione¹⁸. La soluzione spagnola, che fa dipendere la legittimazione alla riscossione da parte dell'usufruttuario dalla circostanza che lo stesso abbia o non abbia prestato cauzione, pone però un problema di tutela del terzo debitore nel caso in cui questi, pur essendo a conoscenza dell'avvenuta costituzione dell'usufrutto, ignori se l'usufruttuario abbia o meno prestato la garanzia e dunque sia o meno legittimato a riscuotere senza autorizzazioni di sorta¹⁹.

Una soluzione radicalmente diversa rispetto a quella accolta in Italia e negli altri ordinamenti continentali che abbiamo ricordato è stata adottata dal NBW olandese, che all'art. 210 attribuisce al solo usufruttuario il diritto di ricevere il pagamento, accordando per contro tale diritto all'*hoofdgerechtigde*, cioè al creditore, allorquando quest'ultimo abbia ricevuto il consenso da parte dell'usufruttuario o l'autorizzazione in tal senso da parte del giudice.

La necessità del concorso dell'usufruttuario e del creditore, che si impone per la riscossione del capitale del credito gravato dall'usufrutto, ricorre anche per la costituzione in mora del debitore, qualora essa debba essere effettuata mediante intimazione: del resto negli altri ordinamenti dell'Europa continentale nei quali il profilo della costituzione in mora del debitore è espressamente regolato, la disciplina adottata è la medesima che vale per la ricezione dell'adempimento: così i §§ 1074 e 1077 BGB prevedono un'intimazione del solo usufruttuario nel caso di crediti infruttiferi e un'intimazione congiunta nel caso di crediti fruttiferi; l'art. 773, comma 2, codice svizzero prevede

¹⁶ FRANÇON, *op. cit.*, p. 20 s.

¹⁷ Cfr. LACRUZ BERDEJO, *op. cit.*, p. 85 nota 23; PEREZ GONZALES-ALGUER,, *op. cit.*, p. 125.

¹⁸ PEREZ GONZALES-ALGUER,, *op. cit.*, p. 125.

¹⁹ DIEZ PICAZO-GULLON, *op. cit.*, p. 429.

un'intimazione sempre congiunta; l'art. 210, comma 1, codice olandese, prevede al contrario un'intimazione da parte del solo usufruttuario.

Illustrata la disciplina dell'art. 1000, 1° comma, c.c., ci sembra opportuno chiedersi se essa si applichi solo all'usufrutto di crediti pecuniari ovvero all'usufrutto di qualunque credito. Come abbiamo messo in luce, tale disciplina trova giustificazione in una doppia esigenza di tutela, da un lato del creditore, che ha diritto di decidere come impiegare il proprio capitale, considerato che diverrà proprietario delle cose che con esso vengano acquistate, dall'altro dell'usufruttuario del credito, che ha diritto a beneficiare della surrogazione reale. Alla luce di ciò, non sembra che vi siano ragioni per ricorrere alla predetta disciplina laddove non si fa luogo a reimpieghi di capitale, cioè al di fuori dell'ambito dei crediti pecuniari. Pertanto se il credito gravato dall'usufrutto ha per oggetto la consegna di cose, consumabili o inconsumabili, l'usufruttuario può riceverle da solo, senza il concorso del creditore; se si tratta di cose consumabili ne acquista la proprietà, secondo il regime del quasi usufrutto, se invece si tratta di cose inconsumabili ne acquista l'usufrutto²⁰. A conforto di ciò, si può rilevare che la soluzione prospettata è stata espressamente prevista dal BGB, il quale, come abbiamo già accennato, prevede che se il credito gravato da usufrutto non è fruttifero, l'usufruttuario può riscuoterlo da solo (§ 1074).

3.2. (SEGUE) CONFRONTO CON LA DISCIPLINA DELLA RISCOSSIONE DEL CREDITO OGGETTO DI PEGNO.

L'art. 2802 c.c. impone al creditore pignoratizio di riscuotere gli interessi sul credito e le altre prestazioni periodiche, imputandone l'ammontare in primo luogo agli interessi e alle spese e poi al capitale. Si riscontra una certa analogia con la disciplina dell'usufrutto di crediti, con la differenza che in quest'ultima fattispecie la riscossione degli interessi è una mera facoltà per l'usufruttuario, mentre al creditore pignoratizio è imposto un vero e proprio onere di provvedervi.

L'art. 2803 c.c. poi impone al creditore pignoratizio di riscuotere il credito alla

²⁰ *Contra* PUGLIESE, *op. cit.*, p. 667, secondo il quale se l'usufrutto grava su un credito che ha per oggetto una prestazione di dare cose consumabili, occorrerebbe il concorso all'esazione dell'usufruttuario e del nudo proprietario, ai sensi dell'art. 1000, mentre per il reimpiego si dovrebbe applicare analogicamente l'art. 1003 c.c., in forza del quale le cose dovrebbero essere vendute e il prezzo conseguito dovrebbe essere reimpiegato ai sensi dell'art. 1000, comma 2.

scadenza, senza prescrivere che alla riscossione deve concorrere il debitore: sotto questo profilo dunque sussiste una differenza significativa rispetto all'usufrutto di crediti. La disposizione continua disciplinando il comportamento che deve tenere il creditore pignoratizio dopo la riscossione, distinguendo a tal fine a seconda che oggetto del credito riscosso siano denaro o cose fungibili, ovvero cose infungibili. Nel primo caso il debitore può chiedere che il creditore pignoratizio ne effettui il deposito nel luogo stabilito d'accordo o altrimenti determinato dall'autorità giudiziaria. Per il caso in cui si tratti di cose infungibili invece nulla si dispone, ma si deve ritenere evidentemente che il creditore pignoratizio possa ritenerle. La situazione che così si determina, nell'uno come nell'altro caso, ha carattere transitorio e risulta preparatoria rispetto a ciò che accadrà alla scadenza del credito garantito da pegno: in tale momento, infatti, se il credito pignorato e riscosso aveva ad oggetto denaro, il creditore pignoratizio può fare proprio il denaro ricevuto nei limiti dell'occorrenza per soddisfare le sue ragioni; se il credito pignorato e riscosso aveva ad oggetto cose fungibili o infungibili, il creditore pignoratizio può farle vendere o farsele assegnare (art. 2803, ultima proposizione).

Dunque è il creditore pignoratizio che decide le sorti delle cose rimosse, è lui il *dominus* della situazione, mentre il debitore, nonostante sia proprietario delle predette cose, è costretto in una posizione di passività e di attesa rispetto alle iniziative che il creditore decida di intraprendere. Sembra risiedere proprio in questo la spiegazione della scelta del legislatore di consentire al primo di provvedere da solo alla riscossione.

Come abbiamo già notato, nell'usufrutto di crediti la scelta del legislatore di prevedere una riscossione congiunta si spiega con l'esigenza di garantire al creditore che il capitale non gli venga sottratto dall'usufruttuario e gli sia restituito al termine dell'usufrutto, e di garantire all'usufruttuario che l'usufrutto possa proseguire anche dopo l'adempimento sul bene che sarà acquistato con il denaro riscosso.

Nel pegno di crediti la scelta diversa di consentire al creditore pignoratizio di riscuotere da solo la prestazione dovuta dal *debitor debitoris* sacrifica evidentemente le esigenze di tutela del debitore, al quale è preclusa la possibilità di controllare la riscossione e l'impiego (in senso ampio e generico) delle cose rimosse. Vale la pena di osservare che tali esigenze appaiono meritevoli di tutela, poiché non è affatto detto che al momento della riscossione del credito oggetto di pegno il debitore sia inadempiente e dunque versi *in re illicita*, giacché il suo debito potrebbe non essere ancora scaduto, ed

egli potrebbe essere sicuro di poterlo pagare alla scadenza e pertanto potrebbe volersi tutelare per avere, una volta che abbia pagato, la prestazione oggetto del credito dato in pegno; le esigenze di tutela del titolare del credito dato in pegno risultano poi ancor più meritevoli di tutela, allorquando questi non è il debitore ma un terzo datore di pegno. Il legislatore però non ha ritenuto di operare un contemperamento tra le esigenze del titolare del credito dato in pegno e del creditore pignoratizio, come ha fatto con le esigenze del titolare del credito dato in usufrutto e quelle dell'usufruttuario, ma al contrario ha ritenuto senz'altro prevalenti le esigenze del creditore pignoratizio, allo scopo evidentemente di assicurare la massima effettività della garanzia.

3.3. IL 2° COMMA DELL'ART. 1000: IL PAGAMENTO EFFETTUATO AL SOLO USUFRUTTUARIO E AL SOLO CREDITORE. CRITICA ALLA TEORIA DELLA C.D. LEGITTIMAZIONE CONGIUNTIVA.

Abbiamo messo in luce che anche altri codici stranieri impongono il concorso dell'usufruttuario e del nudo proprietario per la riscossione del capitale di un credito gravato da usufrutto. Rispetto a tali codici, però, quello italiano aggiunge un'importante disposizione, in forza della quale «il pagamento fatto a uno solo di essi non è opponibile all'altro, salve in ogni caso le norme relative alla cessione dei crediti». Alla luce di tale disposizione, come deve essere qualificata la situazione che si determina con la costituzione di un usufrutto sul credito? È questo un profilo molto delicato e di grande rilevanza, sul quale è necessario riflettere attentamente.

Sicuramente non si tratta di un'obbligazione indivisibile *ex lege*, perché non ci sono due creditori ma uno solo: l'usufruttuario infatti non ha diritto al pagamento del capitale ma ha solo diritto di concorrere alla riscossione di esso. Oltretutto, se fosse un'obbligazione indivisibile, si dovrebbe applicare l'art. 1319 c.c., in forza del quale sia l'usufruttuario che il creditore avrebbero il diritto di pretendere il pagamento da soli e per l'intero, in contrasto con quanto dispone l'art. 1000, 1° comma.

Non si tratta nemmeno di un'obbligazione collettiva dal lato attivo²¹, sempre per la ragione che nella specie non c'è una pluralità di creditori ma ve n'è uno solo: il regime previsto dall'art. 1000, comma 1, però, sembrerebbe *prima facie* affine a quello

²¹ BRANCA, *Obbligazioni solidali, correali, collettive*, in *R. d. civ.* 1957, I, p. 158 ss.; BIANCA, *L'obbligazione*, cit., p. 769; BRECCIA, *Le obbligazioni*, in *Tratt. Iudica-Zatti*, Milano 1991, p. 172.

dell'obbligazione collettiva dal lato attivo, perché anche in quest'ultima la prestazione eseguita dal debitore non ha effetto liberatorio se non è ricevuta da tutti coloro che hanno diritto di concorrervi²².

Una dottrina autorevole sostiene che ci troveremmo di fronte a un'obbligazione in cui la legittimazione attiva è congiuntiva²³; secondo questa impostazione sembrerebbe che il pagamento fatto al solo creditore o al solo usufruttuario debba considerarsi alla stregua del pagamento fatto a persona non legittimata. Con questa tesi dobbiamo confrontarci criticamente.

Preliminarmente è necessario osservare che i possibili casi di adempimento eseguito in maniera difforme dalle prescrizioni dell'art. 1000 sono tre: 1) il debitore paga il capitale al solo creditore, ignorando l'esistenza dell'usufrutto; 2) il debitore paga il capitale al solo creditore, conoscendo l'esistenza dell'usufrutto, perché gli era stata notificata la costituzione dello stesso o l'aveva accettata o comunque ne aveva avuto contezza in altro modo; 3) il debitore, sapendo dell'esistenza dell'usufrutto, paga il capitale al solo usufruttuario. Nel primo caso il debitore è liberato in forza di quanto dispone l'art. 1264 c.c.; nei casi *sub* 2) e 3), invece, l'art. 1000 dice che il pagamento eseguito «non è opponibile» rispettivamente all'usufruttuario e al creditore: è riguardo a questi due casi dunque che si pone il problema di verificare l'esattezza della tesi che ravvisa nella fattispecie in esame una legittimazione attiva congiuntiva dell'usufruttuario e del creditore.

Occorre dunque chiedersi cosa significhi che il pagamento effettuato al solo creditore o al solo usufruttuario non è opponibile rispettivamente all'usufruttuario e al creditore, e quali conseguenze discendano da tale inopponibilità.

Esaminiamo dapprima l'ipotesi in cui il pagamento sia eseguito nelle sole mani dell'usufruttuario. In questo caso non sembrano presentarsi difficoltà nel riconoscere un pagamento a soggetto non legittimato, e a fare operare di conseguenza i meccanismi di cui all'art. 1188 c.c. Pertanto se il creditore ratifica il pagamento fatto al solo usufruttuario o il debitore dimostra che egli ne ha approfittato – cioè, che l'usufruttuario non ha

²² Qualora la prestazione sia stata eseguita a vantaggio soltanto di alcuni dei membri della collettività creditrice, il debitore ha l'obbligo di risarcire il danno subito a ciascuno dei componenti del gruppo che non l'ha ricevuta (BRANCA, *op. cit.*, p. 162).

²³ BIANCA, *L'obbligazione*, cit., p. 769; similmente BIGLIAZZI GERI, *op. cit.*, p. 217, che parla di legittimazione "concorrente", nonché DE MARTINO, *Dell'usufrutto, dell'uso e dell'abitazione*, cit., *sub* art. 1000, p. 272; anche secondo DI MAJO, *Dell'adempimento in generale*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bolo-

sottratto la somma al creditore, ma lo ha coinvolto nel reimpiego della stessa –, il debitore è liberato. Se invece non ricorre alcuna di queste condizioni, il creditore dovrebbe poter chiedere al debitore di rinnovare il pagamento eseguendolo nelle mani sue e dell'usufruttuario insieme. Il debitore non potrà sottrarsi al secondo adempimento, ma avrà la possibilità di ripetere dall'usufruttuario quanto ricevuto da quest'ultimo con il primo pagamento, *ex art. 2033 c.c.*, che costituisce un vero e proprio indebito, non essendo l'usufruttuario creditore della prestazione ricevuta.

Consideriamo ora l'ipotesi, ben più problematica, che il pagamento sia eseguito nelle sole mani del creditore.

Ravvisando nella specie un pagamento a soggetto non legittimato si dovrebbe ritenere che operino i meccanismi di cui all'art. 1188 c.c. Pertanto il debitore sarebbe liberato esclusivamente se l'usufruttuario ratificasse il pagamento fatto al solo creditore, oppure se il debitore stesso dimostrasse che l'usufruttuario ha approfittato di tale pagamento, perché ha potuto concordare con il creditore il reimpiego di quanto riscosso e continuare a godere del suo diritto su ciò che è stato acquistato mediante tale reimpiego. Se invece non ricorre alcuna di queste condizioni, l'usufruttuario dovrebbe poter chiedere al debitore di rinnovare il pagamento, restando però salva per lo stesso debitore la possibilità di chiedere al creditore la ripetizione di quanto a lui pagato in precedenza. Ma a chi dovrebbe essere eseguito il nuovo pagamento che l'usufruttuario potrebbe pretendere dal debitore? Dovrebbe essere effettuato nelle mani del solo usufruttuario oppure nelle mani dell'usufruttuario e del creditore insieme?

Affermare che il nuovo pagamento debba essere effettuato *nelle mani del solo usufruttuario* non sembra sostenibile. Infatti non si può dimenticare che egli non è titolare del credito, cosicché quanto riceverebbe sarebbe pur sempre di spettanza del creditore e dovrebbe essere reimpiegato per l'acquisto di un bene che tornerebbe pur sempre a quest'ultimo al termine dell'usufrutto. Appare dunque poco logico riconoscere una legittimazione esclusiva alla riscossione del capitale in capo a un soggetto che non è creditore dello stesso. In secondo luogo, ammettere che il nuovo pagamento debba essere effettuato nelle mani del solo usufruttuario fa sì che si verifichi una situazione alquanto singolare: il secondo pagamento, fatto al solo usufruttuario, dovrebbe essere liberatorio,

gna-Roma 1994, *sub* art. 1188, p. 243, saremmo di fronte a un'ipotesi di legittimazione (dell'usufruttuario) a riscuotere un credito altrui.

al contrario del primo pagamento, fatto al solo creditore, che è il vero titolare del diritto alla prestazione; inoltre l'usufruttuario, dopo avere eseguito il secondo pagamento, potrebbe chiedere al creditore la ripetizione del primo, quasi che quest'ultimo costituisse un indebito, mentre al contrario si trattava di un pagamento fatto proprio al creditore.

Escluso che l'usufruttuario possa chiedere al debitore di effettuare un nuovo pagamento nelle sue mani, ci si deve chiedere se sia ragionevole sostenere che l'usufruttuario possa chiedere di rinnovare il pagamento *nelle mani sue e del creditore insieme*.

In apparenza questa seconda soluzione potrebbe forse sembrare più logica, poiché impone al debitore di rinnovare il pagamento eseguendolo in modo conforme ai dettami dell'art. 1000, non osservati con il precedente pagamento eseguito nelle mani del solo creditore.

Tuttavia in questo modo il creditore in sostanza riceverebbe due volte la prestazione, con la conseguenza che il debitore potrebbe ripetere la prima (eseguita senza il concorso dell'usufruttuario nella riscossione) secondo le norme sul pagamento dell'indebito. Pertanto si genererebbe la duplice incongruenza di imporre da un lato al debitore di eseguire nuovamente una prestazione sostanzialmente destinata al medesimo soggetto della prima, cioè al creditore, e di consentire dall'altro lato allo stesso debitore di ottenere la ripetizione del primo pagamento come se si fosse trattato di un indebito, quando in realtà esso era rivolto proprio al creditore.

Oltre che incongrua, questa soluzione appare iniqua dal punto di vista economico. L'onere che si fa gravare sul debitore, cioè quello di eseguire una seconda prestazione, appare infatti del tutto sproporzionato se si considera: a) che la rinnovazione della prestazione non servirebbe a consentire al vero titolare del diritto alla prestazione di conseguire quest'ultima, come avviene in tutti gli altri casi in cui siffatta rinnovazione è imposta, bensì a tutelare l'usufruttuario contro possibili abusi del creditore che, riscuotendo da solo, potrebbe sottrarsi al reimpiego ed eludere la prosecuzione dell'usufrutto; b) che l'usufruttuario ha comunque la possibilità di rivolgersi al creditore chiedendogli di rispondere dell'illecito perpetrato; c) che il debitore ha sì sbagliato a non attendere il concorso dell'usufruttuario, ma ha pur sempre pagato al suo vero creditore; d) infine che, quanto al predetto sbaglio, non è detto che il debitore l'abbia commesso con l'intento di frodare l'usufruttuario colludendo con il creditore, perché potrebbe esservi

incorso per mera colpa.

Per tutte queste ragioni riteniamo necessario trovare una soluzione più equa di quella che si richiama alla c.d. legittimazione congiuntiva. Una soluzione possibile potrebbe essere quella di considerare che il debitore, pur non avendo pagato anche nelle mani dell'usufruttuario, sia comunque liberato, poiché in fin dei conti ha pagato al suo creditore, ma sia responsabile nei confronti dell'usufruttuario per avere violato il precetto dell'art. 1000, comma 1, c.c. Questa responsabilità comporterà che il debitore risarcisca all'usufruttuario gli eventuali danni dallo stesso subiti in conseguenza del suo mancato concorso nella riscossione, che possono derivare dalla sottrazione del capitale da parte del creditore e dalla conseguente impossibilità di controllare il reimpiego e di far continuare l'usufrutto su un nuovo oggetto. Tali danni corrisponderanno in sostanza agli interessi non percepiti sul capitale riscosso per la presumibile durata dell'usufrutto.

Non si potrebbe obiettare che siffatti danni non siano conseguenza dell'illecito del debitore perché l'ulteriore illecito del creditore interromperebbe il nesso di causalità (cfr. art. 41, comma 2, c.p.): l'illecito del creditore, infatti, non costituisce un fattore sopravvenuto di carattere imprevedibile, ma al contrario è proprio il tipo di rischio che la legge mira ad evitare attraverso la norma che impone che l'usufruttuario concorra nella riscossione.

La natura della responsabilità del debitore verso l'usufruttuario, che si è appena descritta, dovrebbe essere di tipo contrattuale: essa non discende dall'inadempimento dell'obbligo (insussistente) di eseguire la prestazione all'usufruttuario, bensì dall'inadempimento dell'obbligo, derivante dall'art. 1000, comma 1, c.c., di eseguire la prestazione al creditore con il concorso dell'usufruttuario. Si tratta in sostanza di uno *Schutzpflicht* che non deriva dal dovere generale di buona fede ma direttamente dalla legge. L'interesse dell'usufruttuario che detto obbligo mira a soddisfare, e che risulta lesa dalla condotta inadempiente del debitore, non è l'interesse alla prestazione, ma l'interesse a controllarne il reimpiego in modo da potere continuare a godere dell'usufrutto; il danno da risarcire è per l'appunto quello che deriva dalla lesione di tale interesse.

La responsabilità del debitore verso l'usufruttuario che abbiamo così costruito non toglie che l'usufruttuario possa anche, come abbiamo accennato, rivolgersi al creditore per chiedergli il risarcimento dei medesimi danni, che egli ha direttamente cagiona-

to violando l'obbligo, anch'esso di fonte legale e previsto dall'art. 1000 c.c., di reimpiegare la somma con il concorso dell'usufruttuario.

L'impostazione che abbiamo proposto postula evidentemente un'interpretazione restrittiva del testo dell'art. 1000, 1° comma: mentre quest'ultimo si esprime letteralmente in termini di "inopponibilità" del pagamento all'usufruttuario o al creditore che non vi ha partecipato, a nostro avviso si dovrebbe ravvisare un'effettiva inopponibilità esclusivamente per il pagamento effettuato nelle mani del solo usufruttuario, che per l'appunto non è opponibile al creditore, mentre il pagamento effettuato nelle mani del solo creditore non sarebbe inopponibile all'usufruttuario, ma piuttosto obbligherebbe il debitore a risarcire a quest'ultimo i danni subiti. Siffatta interpretazione correttiva appare imposta dalle ragioni di ordine dogmatico e di giustizia sostanziale che abbiamo esplicitato poco sopra.

Giova ribadire che la prospettata responsabilità del debitore verso l'usufruttuario per il mancato concorso di quest'ultimo nella riscossione del capitale presuppone evidentemente che il debitore fosse a conoscenza dell'avvenuta costituzione dell'usufrutto, giacché in caso il pagamento che il debitore eseguisse nelle mani del solo creditore sarebbe senz'altro liberatorio.

È opportuno precisare poi che, pur respingendo l'impostazione che si richiama a una pretesa legittimazione attiva congiuntiva di usufruttuario e creditore alla riscossione del capitale²⁴, a nostro avviso non v'è ragione di dubitare che il creditore possa rifiutare

²⁴ Possiamo aggiungere che a nostro avviso nemmeno le altre fattispecie nelle quali Bianca ravvisa delle ipotesi di legittimazione congiuntiva possono essere ricostruite in questi termini. Ciò vale in particolare per la fattispecie di cui all'art. 394, comma 2, c.c., che consente al minore emancipato (e dunque anche all'inabilitato, *ex* art. 424, comma 1, c.c.) di riscuotere i capitali con l'assistenza del curatore ... sotto la condizione di un idoneo impiego». È evidente infatti che quella del curatore è una mera assistenza, sicché non risulta appropriato parlare di legittimazione in capo allo stesso. Inoltre la conseguenza del pagamento eseguito nelle mani dell'incapace senza la prescritta assistenza non è certo l'inopponibilità del pagamento stesso al curatore non intervenuto, ma piuttosto quella delineata dall'art. 1190 c.c. sul pagamento al creditore incapace, che prevede la liberazione del debitore se e nei limiti in cui lo stesso prova che ciò che ha pagato è stato rivolto a vantaggio dell'incapace. Si aggiunga infine che se in un'ipotesi di asserita legittimazione attiva congiuntiva sarebbe lecito aspettarsi che uno dei congiuntamente legittimati possa autorizzare l'altro a ricevere da solo il pagamento, nelle fattispecie considerate a nulla varrebbe un'eventuale autorizzazione del curatore a che il capitale sia riscosso esclusivamente dall'emancipato o dall'inabilitato. Non convince maggiormente la terza ipotesi che viene inquadrata nella cornice della c.d. legittimazione congiuntiva, cioè quella dei coniugi in comunione legale che riscuotano un credito eccedente l'ordinaria amministrazione (ipotesi che in tanto si può configurare, in quanto si ammetta che i crediti cadano in comunione). Infatti si può osservare innanzi tutto che, ai fini dell'opponibilità al debitore di tale asserita legittimazione congiuntiva, non rilevarebbe una qualche notificazione al debitore, che oltretutto non si saprebbe cosa debba riguardare, ma varrebbe piuttosto il sistema di pubblicità proprio della comunione legale, costituito (in negativo) dall'assenza della pubblicità di una convenzione matrimoniale che instauri

il pagamento offertogli dal debitore per il solo fatto che non v'è il concorso dell'usufruttuario, e che quest'ultimo possa opporre un analogo rifiuto, giustificandolo con il mancato concorso del creditore.

4. Gli effetti del pagamento: l'obbligo di reimpiego della somma riscossa e la surrogazione reale dell'usufrutto.

L'art. 1000, comma 2, prevede che una volta riscosso il capitale deve essere impiegato «in modo fruttifero», d'accordo tra le parti, e su di esso si trasferisce l'usufrutto; scopo della norma è quello di consentire all'usufruttuario di continuare a godere dei frutti anche successivamente alla riscossione del capitale²⁵. In caso di disaccordo sulla modalità di impiego, questa deve essere stabilita dal giudice, che può essere adito sia dall'usufruttuario che dal nudo proprietario. Se il disaccordo sorge già nella fase della riscossione del capitale, allora il giudice, con un unico giudizio e con un unico provvedimento, decide sia sulla riscossione che sull'impiego del capitale; se il disaccordo sorge dopo la riscossione, invece, solo in questo momento si adisce l'autorità giudiziaria, che deciderà esclusivamente sull'impiego²⁶. Anche questa disposizione però, come quella già vista sulla legittimazione alla riscossione, è derogabile mediante un accordo tra usufruttuario e nudo proprietario, che attribuisca ad uno soltanto di essi il potere di decidere in merito alla modalità di investimento del capitale²⁷, e che può essere concluso anche preventivamente, ad esempio contestualmente alla costituzione dell'usufrutto.

Il capitale riscosso può essere impiegato per l'acquisto di una cosa fruttifera, mobile o immobile, nel qual caso l'antico creditore diventa proprietario mentre l'usufruttuario acquista il comune usufrutto (o un quasi usufrutto, se si tratta di cose consumabili), oppure può essere dato a mutuo, depositato presso una banca o utilizzato

un diverso regime patrimoniale. In secondo luogo il debitore, per avere contezza che la legittimazione attiva è congiuntiva, dovrebbe sapere che la riscossione di quel credito costituisce un atto di straordinaria amministrazione, e qualora ignorasse incolpevolmente questa circostanza (come fatalmente avverrebbe non di rado), potrebbe giovare del disposto dell'art. 1189 c.c. sul pagamento al creditore apparente. Ancora, dalla tesi criticata dovrebbe discendere che, se il pagamento è stato effettuato a favore di un solo coniuge e al debitore è opponibile l'asserita legittimazione congiuntiva, il debitore dovrebbe ripetere il pagamento in favore di entrambi, il che non convince. Infine, quello previsto dall'art. 180 c.c. è un obbligo di un coniuge verso l'altro (obbligo che, se contravvenuto, potrebbe al più determinare, ricorrendone i presupposti, l'obbligo di rimborso di cui all'art. 192, comma 1, c.c.), per cui non si può fare discendere da tale disposizione un obbligo del debitore verso i coniugi.

²⁵ DE MARTINO, *op. ult. cit.*, p. 273 s.

²⁶ PUGLIESE, *op. cit.*, p. 666.

per acquistare altri crediti pecuniari o titoli di credito, e allora nascerà un nuovo usufrutto di credito pecuniario con i caratteri che abbiamo delineato²⁸. Come abbiamo già avuto modo di sottolineare, il fenomeno che si verifica nella fattispecie in esame consiste in una surrogazione reale, analoga a quella che opera allorquando l'usufrutto su un bene perito si trasferisce sull'indennità dovuta dall'assicuratore per il perimento o su quella dovuta dal responsabile del perimento stesso (artt. 1017 e 1019 c.c.), o allorquando l'usufrutto su un bene requisito o espropriato si trasferisce sull'indennità dovuta per la requisizione o l'espropriazione (art. 1020 c.c.).

È bene sottolineare che l'usufrutto originariamente gravante sul credito, prima di trasferirsi su ciò che è acquistato mediante l'investimento del capitale riscosso, non si trasferisce sul capitale stesso, ma rimane per così dire quiescente. Infatti se l'usufrutto si trasferisse sul capitale riscosso sorgerebbe un quasi usufrutto, essendo il denaro una cosa consumabile, con la conseguenza che l'usufruttuario avrebbe il diritto di disporre liberamente della somma decidendo in piena autonomia sul suo eventuale investimento, in contrasto con quanto dispone l'art. 1000, comma 2; inoltre quello che l'usufruttuario acquisterebbe con il denaro riscosso non cadrebbe in proprietà del creditore originario bensì in proprietà dell'usufruttuario, residuando al creditore originario solo il diritto alla restituzione del capitale riscosso al termine dell'usufrutto. Pertanto l'usufrutto che gravava sul credito rimane quiescente dopo il pagamento della somma capitale e si trasferisce poi sul bene acquistato mediante l'impiego di tale somma.

È opportuno precisare che l'obbligo di investire la somma ricevuta e la surrogazione reale sussistono anche se è stato violato il disposto del 1° comma dell'art. 1000 perché il pagamento è stato eseguito solo nelle mani dell'usufruttuario o del creditore.

Gli altri ordinamenti dell'Europa continentale contengono delle disposizioni sostanzialmente analoghe a quella dell'art. 1000, comma 2, del codice italiano, che abbiamo appena illustrato.

In Svizzera l'art. 774, comma 2, prevede che l'oggetto della prestazione, specialmente il capitale pagato, è soggetto al godimento dell'usufruttuario, mentre il successivo 3° comma dispone che il proprietario e l'usufruttuario hanno il diritto di esigere che i capitali siano investiti in titoli sicuri e produttivi di interessi. L'affermazione del 2°

²⁷ DE MARTINO, *ibidem*.

²⁸ PUGLIESE, *op. cit.*, p. 666.

comma risulta però equivoca, alla luce della considerazione che abbiamo svolto poco sopra riguardo all'impossibilità di configurare, in seguito al pagamento, un quasi usufrutto sulla somma di denaro pagata.

Anche l'ordinamento dei Paesi Bassi prevede l'obbligo di investire in modo fruttifero la somma riscossa, d'accordo tra l'usufruttuario e l'*hoofdgerechtigde* (art. 214, comma 1), nonché il trasferimento dell'usufrutto su ciò che viene acquistato mediante la riscossione del credito gravato (art. 213, 2^a proposizione), ma per le ragioni già esposte quest'ultima disposizione appare impropria per la parte in cui si riferisce alle somme di denaro.

L'impiego concordato del capitale riscosso è imposto anche dal codice lusitano, all'art. 1464, comma 2, che però ha cura di precisare che in caso di disaccordo l'autorizzazione del giudice può sostituire il consenso dell'uno o dell'altro.

In Spagna, come per il problema della legittimazione alla riscossione, anche per il reimpiego si adotta una soluzione differente a seconda che l'usufruttuario abbia prestato garanzia, oppure non l'abbia prestata o ne abbia prestata una insufficiente. Nel primo caso l'usufruttuario può decidere autonomamente sulla destinazione del capitale, nel secondo quest'ultimo deve essere collocato a interesse di comune accordo o, in mancanza, con l'autorizzazione del giudice, in ogni caso con le garanzie sufficienti per conservare l'integrità del capitale (art. 507, comma 2)²⁹.

Il BGB invece detta una disciplina differente sotto diversi profili (§ 1079): in primo luogo l'investimento consiste in un deposito fruttifero da effettuare secondo le disposizioni vigenti per il deposito del denaro del minore; in secondo luogo l'usufruttuario e il creditore devono collaborare per l'esecuzione del deposito, ma è il primo a decidere le modalità dello stesso; infine non si verifica un automatico trasferimento dell'usufrutto, ma sussiste l'obbligo per il creditore di costituirne uno nuovo.

Posto che in seguito all'investimento della somma ricevuta si verifica il trasferimento dell'usufrutto, sorge il problema, trascurato dalla dottrina, se in seguito a tale trasferimento nasca in capo all'usufruttuario l'obbligo di fare un nuovo inventario e di prestare una nuova garanzia. Ci pare che al predetto interrogativo debba darsi una risposta negativa per quanto riguarda la garanzia, poiché conserva valore quella prestata originariamente. Per quanto concerne l'inventario, invece, considerato che si tratta di un atto

giuridico di accertamento dello stato e della consistenza del bene, che serve per verificare l'esatta osservanza degli obblighi di conservazione e di restituzione³⁰, sembra logico che esso debba essere rinnovato ogniqualvolta cambia il bene gravato dall'usufrutto; pertanto una volta che sia stato effettuato l'investimento concordato della somma riscossa, l'usufruttuario dovrà provvedere all'inventario del nuovo bene acquistato sul quale si è trasferito il suo diritto. Naturalmente è possibile che il creditore dispensi l'usufruttuario da siffatto obbligo, anche tacitamente.

Infine merita di essere presa in considerazione, seppure brevemente, la disciplina degli effetti del pagamento allorquando l'usufrutto gravi su un credito non pecuniario. Nel silenzio della legge italiana sul punto, la predetta disciplina può essere mutuata in via interpretativa dal § 1075 BGB, che è l'unico codice dell'Europa continentale che disciplina espressamente l'ipotesi considerata: tale paragrafo prevede che in questo caso l'usufrutto si trasferisce direttamente sul bene oggetto della prestazione eseguita, assumendo la configurazione di un quasi usufrutto se si tratta di cose consumabili, senza che sorga alcun obbligo di reimpiego del bene stesso, come accade invece per il capitale. Del resto siffatta soluzione è adottata anche in Spagna dove, pur non essendo prevista da alcuna disposizione espressa, può essere desunta dall'art. 486, comma 2.

5. Alcune fattispecie particolari di usufrutto di crediti: usufrutto congiuntivo, usufrutto parziale, usufrutto di crediti aziendali, usufrutto di rendita vitalizia.

Dopo avere analizzato in generale quale sia la sorte degli interessi e del capitale di un credito gravato da usufrutto, ai sensi degli artt. 984 e 1000, possiamo esaminare alcune fattispecie particolari.

In primo luogo ci si può chiedere cosa accada nell'ipotesi in cui vi sia una pluralità di soggetti titolari dell'usufrutto. Per quanto riguarda il credito agli interessi, poiché nel nostro ordinamento la solidarietà attiva sussiste solo se prevista dalla legge o dal titolo costitutivo dell'obbligazione, si deve ritenere che ciascuno degli usufruttuari possa riscuotere solo la parte degli interessi che a lui spetta, salvo che sia stato legittimato dagli altri a riscuotere anche la restante parte. Tutti i titolari dell'usufrutto dovrebbero poi

²⁹ V. DÍEZ PICAZO-GULLÓN, *op. cit.*, p. 429.

intervenire alla riscossione del capitale assieme al creditore, e dovrebbero concordare con quest'ultimo l'investimento della somma riscossa.

Se invece l'usufrutto è costituito solo su una parte del credito, l'usufruttuario ha diritto agli interessi prodotti dal credito solo in proporzione alla parte dello stesso che è gravata dall'usufrutto, mentre sembra logico ritenere che debba comunque concorrere alla riscossione dell'intero capitale, concorrendo però alla decisione sull'investimento della sola parte del capitale riscosso che corrisponde al suo diritto. Qualora però il creditore acconsenta a un pagamento parziale, riguardante la sola parte del credito gravata dall'usufrutto, l'usufruttuario avrà naturalmente diritto a concorrere alla riscossione della sola parte del capitale che corrisponde al suo diritto, mentre la restante parte potrà essere riscossa dal creditore da solo.

Un'altra fattispecie che merita una particolare considerazione è quella dell'usufrutto di un'azienda di cui facciano parte anche diritti di credito. Senza prendere posizione sul complesso problema della natura dell'azienda, possiamo dire che l'usufruttuario di essa ha anche l'usufrutto sui singoli crediti che ad essa ineriscono; nondimeno tale usufrutto è sottratto al regime dell'usufrutto di crediti che abbiamo tentato di delineare e che risulta dagli artt. 984 e 1000 c.c., poiché il singolo credito non può essere preso isolatamente ma deve considerarsi come elemento del complesso aziendale, con la conseguenza che la disciplina che governa tale singolo elemento cede di fronte alla disciplina che regge il complesso di cui fa parte. Pertanto l'usufruttuario dell'azienda può riscuotere da solo i crediti aziendali e può decidere autonomamente in ordine al reimpiego di quanto riscosso³¹.

Infine è soggetto a una disciplina peculiare l'usufrutto su una rendita vitalizia: riguardo ad esso infatti l'art. 588 Code civil, il § 1073 BGB e l'art. 1463 del codice portoghese dettano una regola speciale, che prevede che l'usufruttuario possa riscuotere da solo le singole rate (senza essere tenuto alla restituzione, precisano i codici francese e portoghese)³²; identica soluzione è adottata anche dall'art. 475 c.c. spagnolo, che equipara le rate agli interessi, sancendone così la spettanza all'usufruttuario³³. Anche se il nostro codice non contiene alcuna disposizione di questo tenore, ci sembra che la solu-

³⁰ BIANCA, *La proprietà*, cit., p. 608.

³¹ PUGLIESE, *op. cit.*, p. 635 e 667.

³² Cfr. FRANÇON, *op. cit.*, p. 12.

³³ Cfr. LACRUZ BERDEJO, *op. cit.*, p. 85 s.; DIEZ PICAZO-GULLON, *op. cit.*, p. 429.

zione possa essere ugualmente accolta in base ai principi che regolano la rendita vitalizia da un lato e l'usufrutto dall'altro.

6. Altri diritti e obblighi dell'usufruttuario di un credito.

Passiamo ora ad analizzare come si atteggiavano alcuni diritti e obblighi, che la disciplina generale dell'usufrutto pone in capo all'usufruttuario, allorché l'usufrutto ha per oggetto un diritto di credito.

Il diritto a conseguire il possesso della *res*, previsto dall'art. 982 c.c., si risolve nel mero diritto dell'usufruttuario di ottenere il documento rappresentativo del credito: può trovare applicazione al riguardo l'art. 1262, comma 2, considerando la costituzione dell'usufrutto alla stregua di una cessione parziale del credito, cosicché il creditore è tenuto a consegnare all'usufruttuario solo una copia autentica del documento³⁴.

Consideriamo poi gli obblighi che gravano in capo all'usufruttuario all'inizio dell'usufrutto, cioè quelli di provvedere all'inventario e di prestare la garanzia. Il primo non sembra venire in rilievo nella fattispecie in esame, perché l'inventario ha un senso esclusivamente per i beni mobili. Il secondo invece sembra assumere un qualche rilievo, per quanto limitato: considerato che la garanzia si rende necessaria a fronte del pericolo che l'usufruttuario abusi della cosa, tale pericolo è alquanto remoto nel caso di usufrutto di un credito, poiché l'usufruttuario non gode di alcuna facoltà di uso ma ha solo il diritto di percepire i frutti, ma non può essere escluso del tutto, poiché ad esempio potrebbe integrare un abuso la riscossione del capitale che l'usufruttuario compisse senza il concorso del nudo proprietario. Pertanto una garanzia, seppure limitata, dovrà essere prestata dall'usufruttuario.

L'obbligo di custodia appare del tutto privo di rilievo, poiché la custodia può riguardare le cose materiali, ma non un'entità astratta come il credito. Se gli si vuole attribuire una qualche portata, seppure, limitatissima, si può tradurre la custodia nella cura a non lasciar cadere in prescrizione il diritto agli interessi.

Abbiamo già avuto modo di mettere in luce che l'usufrutto di un credito si sostanzia essenzialmente nella facoltà di percepire i frutti del bene, mentre il godimento del bene stesso ha senso solo riguardo alle cose materiali. Si può dire però che

³⁴ Identica soluzione è proposta da FRANÇON, *op. cit.*, p. 9.

l'usufruttuario può godere del credito nel senso che è legittimato a compiere gli atti giuridici "di amministrazione" del credito stesso, come ad esempio interromperne la prescrizione e forse anche rinnovare un'iscrizione ipotecaria, restando fermo per contro che gli atti di disposizione del credito stesso possono essere compiuti solo dal creditore³⁵.

L'usufruttuario ha naturalmente il potere di disporre del suo diritto sul credito alienandolo a un terzo; l'alienazione dovrà essere notificata al debitore o da questi accettata con atto di data certa, e ciò a tre scopi: in primo luogo per rendere l'alienazione opponibile al debitore e impedire che questi possa liberarsi pagando gli interessi all'usufruttuario precedente, ai sensi dell'art. 1264; in secondo luogo per rendere l'alienazione opponibile ai terzi che eventualmente acquistassero l'usufrutto dallo stesso precedente usufruttuario, ai sensi dell'art. 1265; infine per liberare il cedente dagli eventuali obblighi sussistenti nei confronti del titolare del credito, ai sensi dell'art. 980, comma 2, c.c.

L'alienazione può essere vietata però da una pattuizione tra il creditore e l'usufruttuario, che integra un divieto convenzionale di alienazione dell'usufrutto ai sensi dell'art. 980, e che deve essere tenuta distinta dal divieto convenzionale di alienazione del credito oggetto dell'usufrutto, che sia stato pattuito tra creditore e debitore, ai sensi dell'art. 1260, comma 2, c.c. Va precisato però che al divieto convenzionale di alienazione dell'usufrutto di cui al citato art. 980 deve riconoscersi un'efficacia meramente obbligatoria, contrariamente a quanto ritiene la dottrina³⁶, con la conseguenza che la violazione di tale divieto non renderà nullo l'atto di disposizione dell'usufrutto, ma obbligherà soltanto l'usufruttuario al risarcimento dei danni.

In astratto il potere di disposizione dell'usufruttuario legittima quest'ultimo anche a costituire sul suo diritto di usufrutto un diritto di pegno.

Ci si può chiedere poi quale sia la sorte dei diritti reali di garanzia di cui beneficia il creditore. Si trova affermato, nella dottrina italiana e in quella straniera, che di tali diritti può beneficiare anche l'usufruttuario³⁷. In effetti questa soluzione sembra essere corretta, atteso che colui che ha prestato la garanzia, reale o personale, non vede aggra-

³⁵ FRANÇON, *op. cit.*, p. 14 e p. 17.

³⁶ Sul problema v. per tutti COSTOLA, *Se il divieto di cessione del diritto di usufrutto, convenuto fra il nudo proprietario e l'usufruttuario, sia opponibile al terzo cessionario*, in *Studium iuris* 2006, p. 200 s.

³⁷ Cfr. PUGLIESE, *op. cit.*, pp. 119, 286 e 369; PUIG PEÑA, *op. cit.*, p. 490; DÍEZ PICAZO-GULLÓN, *op. cit.*, p. 430; WOLFF, *op. cit.*, p. 123.

vata la sua posizione per effetto dell'estensione della garanzia a vantaggio dell'usufruttuario, poiché tale estensione riguarda solo i soggetti che della garanzia vengono a beneficiare, ma rimane immutata l'ampiezza della garanzia stessa sotto il profilo oggettivo. In altre parole, se prima il credito al capitale e agli interessi era assistito da garanzia reale e personale a favore del creditore Tizio, in seguito alla costituzione di un usufrutto sul credito a favore di Caio le medesime garanzie varranno in favore di Tizio per il credito al capitale e in favore di Caio per il credito agli interessi.

Infine all'usufruttuario non sono opponibili le modifiche del credito (ad esempio una dilazione di pagamento o mutamento del *locus solutionis*): anche questo aspetto trova espressa disciplina nel codice tedesco, che al § 1071, Abs. 2, dispone che qualora le modifiche del credito pregiudichino l'usufrutto, è necessario il consenso dell'usufruttuario (deve intendersi: per l'opponibilità allo stesso delle predette modifiche³⁸). Nel nostro ordinamento questa regola si desume dal principio dell'intangibilità del diritto senza il consenso del suo titolare, di cui a ben vedere costituiscono espressione anche gli artt. 1250 e 1254 c.c., sui quali ci soffermeremo più avanti.

7. Alcuni profili processuali e di diritto internazionale privato. Rinvio.

Per quanto concerne la competenza giudiziaria per le controversie che riguardino l'usufrutto di crediti, rinviamo a quanto abbiamo rilevato nella sezione precedente al par. 12.

V'è però un altro profilo di carattere processuale che merita di essere considerato. Nel caso in cui il credito sia sottoposto a esecuzione forzata da parte dei creditori del creditore l'usufruttuario ha, a nostro avviso, la possibilità di fare valere il proprio diritto sul credito, attraverso lo strumento dell'opposizione di terzo *ex* art. 619 c.p.c.³⁹ Infatti tale articolo legittima alla proposizione di tale opposizione i terzi che vantino un diritto reale sul bene espropriato, e tale è sicuramente l'usufruttuario del credito espropriato, come abbiamo cercato di dimostrare. Inoltre la giurisprudenza ha ammesso l'opposizione proposta da chi assumeva di avere acquistato il credito dall'esecutato⁴⁰, e

³⁸ V. WOLFF, *op. cit.*, p. 118.

³⁹ Così anche PUGLIESE, *op. cit.*, p. 370.

⁴⁰ Cass. 9 agosto 1997, n. 7413, che ha sottolineato che il riferimento alla proprietà o ad altro diritto reale, contenuto nell'art. 619, «non deve essere inteso nel senso che solo il titolare di questi diritti può proporre opposizione di terzo all'esecuzione, perché la norma non è a fattispecie esclusiva. Nel riferirsi alla pro-

pertanto si dovrebbe ammettere anche quella proposta da chi assume di avere acquistato il credito in via derivativo-costitutiva⁴¹.

Per quanto concerne infine i profili di diritto internazionale privato relative all'individuazione della legge applicabile all'usufrutto di crediti, rinviamo a quanto abbiamo detto nell'ultimo paragrafo della sezione precedente.

8. L'estinzione dell'usufrutto di credito.

Com'è noto, l'art. 1014 c.c. elenca tre cause di estinzione dell'usufrutto: la prescrizione, la riunione dell'usufrutto e della proprietà nella stessa persona e il perimento del bene. Occorre verificare se e in quale modo queste cause di estinzione siano tali anche per l'usufrutto di credito.

Seguendo l'ordine del predetto articolo, e iniziando dunque dalla prescrizione, sorgono immediatamente due problemi: il primo è quello di determinare il termine con il quale matura detta prescrizione, il secondo è quello di individuare il momento a partire dal quale la stessa inizia a decorrere.

Il problema della determinazione del termine di prescrizione dell'usufrutto di crediti deriva dal fatto che l'usufrutto, come tutti i diritti reali *in re aliena*, si prescrive in venti anni, i diritti di credito invece si prescrivono di regola in dieci anni, il credito agli interessi poi in cinque anni *ex art. 2948, n. 4, c.c. Quid iuris*, dunque?

La soluzione è semplice e consiste nel distinguere la prescrizione dell'usufrutto, quella del credito che ne è oggetto e quella degli interessi, e nel ritenere che esse maturino rispettivamente in venti, dieci e cinque anni secondo le regole ordinarie⁴². L'autonomia di questi termini non può apparire strana, poiché in astratto è possibile che si verifichi la prescrizione di uno solo dei predetti diritti e che gli altri rimangano in vi-

pietà ed agli altri diritti reali, l'art. 619 cod. proc. civ., infatti, ha avuto riguardo al più rappresentativo esempio di diritto del terzo che prevale su quello vantato dal creditore procedente, ma si tratta di riferimento meramente esemplificativo (...). Si vuol dire che il terzo può addurre a sostegno dell'opposizione qualunque rapporto nel quale egli si trovi in una posizione attiva di prevalenza e spetterà al giudice controllare la configurazione di questa situazione attiva»; Cass. 27 agosto 1984, n. 4703; Trib. L'Aquila 2 agosto 2001, in *Riv. esecuzione forzata* 2003, p. 715, con nota di Bina.

⁴¹ Sui profili processuali dell'usufrutto di crediti v. *amplius* PUGLIESE, *op. cit.*, p. 367 ss.

⁴² È singolare che PUGLIESE, *op. cit.*, p. 670, benché attribuisca all'usufrutto di crediti la natura di diritto di credito, ritenga che esso si prescriverebbe in vent'anni: seguendo questa impostazione, l'usufrutto di crediti verrebbe pertanto a costituire l'unico caso di diritto di credito con termine di prescrizione ventennale, il che costituisce un ulteriore motivo di perplessità nei confronti della premessa, già confutata nella sezione precedente, per la quale l'usufrutto di crediti sarebbe un diritto di credito.

ta; si tenga conto oltretutto che l'obbligazione degli interessi è accessoria rispetto all'obbligazione del capitale solo sul piano genetico, cosicché una volta sorta è dotata di autonomia. Così può verificarsi una prescrizione del credito agli interessi senza che si prescrivano il credito al capitale e l'usufrutto: se trascorrono cinque anni senza che l'usufruttuario riscuota gli interessi del credito, lo stesso usufruttuario potrà vedersi eccepire la prescrizione per gli interessi per i quali è compiuta, ma potrà pur sempre riscuotere gli interessi maturati successivamente e non ancora prescritti, e potrà altresì riscuotere il capitale con il concorso del creditore⁴³. Si può verificare poi una prescrizione dell'usufrutto senza che maturi la prescrizione del credito al capitale: infatti se il creditore interrompe quest'ultima intimando per iscritto al debitore di adempiere, ciò non determina anche l'interruzione della prescrizione dell'usufrutto, cosicché si può verificare – in astratto – che l'usufrutto si estingua per l'inerzia dell'usufruttuario protratta per vent'anni, mentre il credito rimane ancora in vita. Infine può accadere che cada in prescrizione il credito al capitale senza che si prescrivano il credito agli interessi e l'usufrutto: questo avviene ad esempio se l'usufruttuario si cura solo di chiedere il pagamento degli interessi, interrompendo così sia la prescrizione di questi ultimi che quella dell'usufrutto, ma non chiede il pagamento del capitale e a ciò non provvede nemmeno il creditore. Tuttavia è opportuno precisare che la prescrizione del credito al capitale impedisce che maturino interessi per l'avvenire e determina altresì l'estinzione dell'usufrutto per il perimento dell'oggetto, con la conseguenza che l'usufruttuario potrà ottenere il pagamento degli interessi maturati anteriormente alla prescrizione del capitale e per i quali abbia avuto cura di non far maturare la prescrizione quinquennale, ma non potrà ottenere più nulla dal debitore per il periodo successivo.

Risolto il problema dell'individuazione dei termini di prescrizione dell'usufrutto, del credito al capitale e del credito agli interessi, resta da affrontare quello della decorrenza di tali termini. La prescrizione del credito agli interessi e di quello al capitale inizia a decorrere dal momento in cui tali crediti vengono a scadenza, momento che deve essere determinato secondo le regole dettate dalla disciplina generale delle obbligazioni. La prescrizione dell'usufrutto invece inizia a decorrere dal momento in cui il capitale o

⁴³ Vale la pena di ricordare inoltre che secondo la giurisprudenza l'interruzione operata rispetto al credito avente ad oggetto il capitale non impedisce che continui a decorrere la prescrizione del credito agli interessi (Cass. 2 ottobre 1980, n. 5343, e Cass. 30 marzo 2001, n. 4704).

gli interessi avrebbero potuto essere riscossi.

Passiamo ora all'esame della seconda causa di estinzione dell'usufrutto contemplata dall'art. 1014, cioè la confusione tra usufruttuario e nudo proprietario. Se l'usufrutto ha per oggetto un credito, si possono verificare tre diverse ipotesi di confusione:

1) tra usufruttuario e creditore: in questo caso l'usufrutto si estingue e rimane un mero credito (al capitale e agli interessi), a meno che, avvenendo l'acquisto del credito da parte dell'usufruttuario per successione ereditaria, l'eredità sia stata accettata con beneficio d'inventario, perché così si mantengono distinti il patrimonio dell'usufruttuario e quello ereditario in cui è compreso il credito;

2) tra usufruttuario e debitore: in questo caso l'usufrutto non si estingue, ma si crea una situazione particolare, per la quale il debitore dovrebbe corrispondere gli interessi a sé medesimo e dunque non è tenuto a corrisponderli ad alcuno (almeno finché dura l'usufrutto), mentre il capitale dovrebbe essere pagato nelle mani del creditore e dello stesso debitore, e pertanto il debitore avrà solo l'obbligo di concordarne con il creditore l'impiego, avvenuto il quale l'usufrutto si trasferisce su ciò che è stato acquistato. Vale la pena di precisare che la confusione tra usufruttuario e creditore non si verifica se il debitore era il *de cuius* e l'usufruttuario è l'erede, e quest'ultimo ha accettato l'eredità con beneficio d'inventario;

3) tra creditore e debitore: siffatta ipotesi è espressamente regolata dall'art. 1254 c.c. il quale prevede che tale confusione non può pregiudicare chi aveva acquistato anteriormente ad essa l'usufrutto sul credito: dunque il credito si estingue, ma si considera come se fosse ancora esistente solo nei riguardi dell'usufruttuario. Questo comporta che il debitore deve pagare gli interessi all'usufruttuario, che alla scadenza l'usufruttuario e il debitore devono concordare le modalità di investimento del capitale e che l'usufrutto si trasferisce sull'oggetto di tale investimento.

L'ultima causa di estinzione dell'usufrutto prevista dall'art. 1014 c.c. è il perimento del bene. È affermazione comune in dottrina che al perimento della cosa materiale corrisponderebbe, nel caso in cui l'usufrutto gravi su un credito, l'estinzione del credito stesso, avvenuta la quale dunque si estinguerebbe anche l'usufrutto⁴⁴. Tuttavia l'affermazione nella sua assolutezza non appare corretta, perché a ben vedere alcune

cause di estinzione dell'obbligazione non determinano affatto l'estinzione dell'usufrutto sul credito.

Questo vale innanzi tutto per la normale causa di estinzione dell'obbligazione, cioè il pagamento, che non ha l'effetto di estinguere l'usufrutto, bensì di determinare il trasferimento dell'usufrutto stesso su ciò che è acquistato reimpiegando la somma riscossa, come previsto dall'art. 1000, comma 2, c.c., oppure il trasferimento sulla cosa che costituiva oggetto della prestazione eseguita.

Ma l'usufrutto non si estingue nemmeno se il credito che ne è oggetto si estingue per confusione (tra creditore e debitore) o per compensazione (sempre tra creditore e debitore), perché rispettivamente l'art. 1254 – del quale abbiamo già detto – e l'art. 1250 c.c. dispongono che tali cause estintive non hanno effetto in pregiudizio di chi ha acquistato l'usufrutto sul credito precedentemente al loro verificarsi⁴⁵.

Cosa accade invece se si verifica uno degli altri modi di estinzione dell'obbligazione, diverso dall'adempimento, dalla compensazione e dalla confusione? L'usufrutto si estingue, oppure rimane in vita producendosi il fenomeno della surrogazione reale?

Per rispondere a questi interrogativi occorre distinguere i residui modi di estinzione dell'obbligazione tra quelli che hanno carattere negoziale (remissione, novazione, *datio in solutum*) e quelli che invece hanno carattere di mero accadimento materiale (impossibilità sopravvenuta della prestazione).

Riguardo ai primi è utile osservare quanto prevede il § 1071 BGB, il quale dispone che un diritto soggetto ad usufrutto può essere estinto attraverso un negozio giuridico solo con il consenso dell'usufruttuario, e lo stesso vale per le modificazioni del predetto diritto che siano pregiudizievoli per l'usufrutto⁴⁶. Il nostro codice non contiene l'enunciazione di una regola analoga, per cui ci si deve chiedere se essa si possa dedurre in via interpretativa. In dottrina si è affermato, affrontando il problema per la sola remissione, che varrebbe nel nostro ordinamento un principio ancora più generale, in for-

⁴⁴ BIGLIAZZI GERI, *op. cit.*, p. 271; PUGLIESE, *op. cit.*, p. 545.

⁴⁵ Cfr. anche PÉREZ GONZÁLES-ALGUÉR, *op. cit.*, p. 120 s.

⁴⁶ § 1071: «*Aufhebung oder Änderung des belasteten Rechts*. 1. Ein dem Nießbrauch unterliegendes Recht kann durch Rechtsgeschäft nur mit Zustimmung des Nießbrauchers aufgehoben werden. Die Zustimmung ist demjenigen gegenüber zu erklären, zu dessen Gunsten sie erfolgt, sie ist unwiderruflich. Die Vorschrift des § 876 Satz 3 bleibt unberührt. 2. Das Gleiche gilt im Falle einer Änderung des Rechts, sofern sie den Nießbrauch beeinträchtigt».

za del quale un soggetto non può, con un atto unilaterale di disposizione, incidere su diritti da lui precedentemente costituiti; di tale principio costituirebbe espressione anche l'art. 2814, 1° comma, c.c., il quale prevede che, in caso di ipoteca su un usufrutto, qualora quest'ultimo si estingua per rinuncia o per abuso o per acquisto della nuda proprietà da parte dell'usufruttuario, l'ipoteca non si estingue ma perdura fino a quando si verifichi l'evento che avrebbe altrimenti prodotto l'estinzione dell'usufrutto: pertanto anche l'usufrutto di un credito non si estinguerebbe con la remissione del debito da parte del creditore⁴⁷. Senza giungere ad affermare l'esistenza di un principio così ampio come quello che la citata dottrina ritiene di ravvisare, ci sembra che sussistano elementi per sostenere con fondamento l'esistenza nel nostro ordinamento di un principio più limitato, corrispondente a quello codificato in Germania dal § 1071 BGB, in forza del quale un diritto soggetto ad usufrutto non può essere estinto attraverso un negozio giuridico, salvo che intervenga il consenso dell'usufruttuario. I predetti elementi sono costituiti a mio avviso sia dal citato art. 2814, comma 1, c.c., sia dagli artt. 1250 e 1254 c.c., anch'esse già menzionate. In conclusione l'usufrutto di credito non si estingue se il creditore rimette il debito o se stipula con il debitore una novazione o una *datio in solutum*, salvo che l'usufruttuario dia il proprio consenso a questi negozi.

Resta da considerare l'ultima causa di estinzione dell'obbligazione diversa dall'adempimento, costituita dall'impossibilità sopravvenuta della prestazione. Tale impossibilità non può verificarsi se l'oggetto del credito è una prestazione di dare una somma di denaro, ma solo se la prestazione è differente (dare cose diverse dal denaro, fare, non fare: ma si tratta di ipotesi che hanno un rilievo pratico molto minore): in quest'ultimo caso la sopravvenuta impossibilità della prestazione determina l'estinzione del credito, la quale a sua volta fa sì che l'usufrutto segue la medesima sorte. Tuttavia, se in conseguenza del perimento della cosa il debitore ha diritto a un indennizzo o al risarcimento del danno, il creditore subentra in tale diritto a norma dell'art. 1259 c.c., e l'usufrutto si trasferisce sul medesimo attraverso una surrogazione reale (cfr. art. 1017-1018 c.c.); in questo modo un nuovo diritto di credito viene a costituire oggetto dell'usufrutto.

Alle cause di estinzione dell'usufrutto elencate nell'art. 1014, che abbiamo esa-

⁴⁷ PUGLIESE, *op. cit.*, p. 544.

minato finora, se ne aggiunge un'altra, costituita dal provvedimento giudiziale di decadenza dell'usufruttuario dal suo diritto in conseguenza di un grave abuso dallo stesso perpetrato, ai sensi dell'art. 1015 c.c. Principalmente si potrà dire integrato un grave abuso dell'usufruttuario allorquando questi abbia riscosso il capitale senza il concorso del nudo proprietario.

Dopo avere passato in rassegna le cause di estinzione dell'usufrutto di credito, possiamo fare una considerazione di carattere generale: sopravvenuta tale estinzione, il creditore ha l'onere di mettere il debitore a conoscenza della medesima, al fine di evitare il rischio che il debitore continui a pagare gli interessi all'usufruttuario con effetto liberatorio.

Un ultimo profilo da prendere in esame in relazione all'estinzione dell'usufrutto di credito è quello della sorte che segue in conseguenza di essa il diritto di pegno che sia stato eventualmente costituito sul credito dal creditore oppure dall'usufruttuario. Questo profilo dev'essere disciplinato facendo applicazione in via analogica del disposto dell'art. 2814 c.c., che riguarda la sorte dell'ipoteca (mentre nel caso che stiamo esaminando si tratta del pegno) in caso di immobile gravato da usufrutto (mentre nella fattispecie che ci occupa è un credito ad essere gravato dall'usufrutto), e disciplina al primo comma, che abbiamo già avuto occasione di citare, la sorte delle ipoteche costituite dall'usufruttuario sull'usufrutto, al secondo comma la sorte delle ipoteche costituite dal nudo proprietario sull'immobile. Così il pegno costituito dal creditore si espande all'estinguersi dell'usufrutto, in forza dell'applicazione della regola dettata del 2° comma dell'art. 2814, mentre il pegno costituito dall'usufruttuario di regola si estingue con l'estinzione dell'usufrutto, salvo che quest'ultima derivi da rinuncia, abuso o acquisto del credito da parte dell'usufruttuario, nel quale caso il pegno perdura finché non si verifichi l'evento che avrebbe comunque prodotto l'estinzione dell'usufrutto sul credito, in applicazione della regola di cui all'art. 2814, comma 1⁴⁸.

⁴⁸ Cfr. PUGLIESE, *op. cit.*, p. 572.

CAPITOLO II – L’USUFRUTTO DI TITOLI DI CREDITO

SEZIONE I – OSSERVAZIONI GENERALI

1. Considerazioni introduttive. Usufrutto di titoli di credito e usufrutto di crediti cartolari.

Nell’introduzione al presente lavoro abbiamo ricordato le diverse disposizioni normative del nostro codice che fanno riferimento in modo espresso all’usufrutto di titoli di credito, contenute sia all’interno della disciplina dell’usufrutto (l’art. 1003, 1° comma, 3° alinea, c.c.), sia nel contesto della disciplina concernente i titoli di credito (artt. 1997, 1998, 2024 e 2025 c.c.; art. 3, comma 1 e art. 1, comma 3, r.d. n. 239 del 1942), sia infine tra le disposizioni che riguardano la società per azioni (art. 2352 c.c.).

Nella medesima sede abbiamo osservato altresì che le disposizioni appena richiamate non sono sufficienti, di per sé sole, a ricostruire in modo organico l’intera disciplina dell’istituto, sia sotto il profilo della costituzione di tale diritto e della sua opponibilità al terzo debitore, sia sotto il profilo della ripartizione tra usufruttuario e nudo proprietario dei diritti incorporati nel titolo e dell’individuazione delle modalità di esercizio degli stessi. Nel prosieguo della trattazione cercheremo pertanto di proporre una ricostruzione il più possibile completa di tale disciplina, che tenga conto delle diversità esistenti tra i vari titoli di credito sotto il profilo della legge di circolazione nonché dal punto di vista dei diritti incorporati.

A questo fine occorre chiedersi innanzitutto se oggetto dell’usufrutto sia il titolo oppure il diritto o i diritti in esso incorporati. Per rispondere a tale interrogativo è necessario considerare che il documento cartaceo che costituisce il titolo di credito è una vera e propria *res corporalis*, che forma oggetto di un vero e proprio diritto di proprietà¹. È stato osservato poi che «la “reificazione” nei titoli di credito di massa è assai più marcata che nei titoli di credito individuali, sicché parlare di “proprietà” di titoli di credito azionari o obbligazionari è più plausibile che parlare di proprietà di cambiali o assegni, nei quali la presenza del momento obbligatorio si manifesta in termini assai più vivi-

¹ OPPO, voce *Titoli di credito*, in *Enc. g. Treccani*, XI, Roma 1994, p. 4.

di»². E difatti il Codice Napoleone all'art. 529 classifica le azioni tra i *biens meubles*. Così si è ritenuto che le azioni (nominative) siano oggetto di possesso e siano suscettibili di essere usucapite³.

Ragionando in questo modo, sembra potersi concludere che l'usufrutto ha per oggetto il titolo di credito ed è assimilabile a un normale usufrutto gravante su una *res corporalis*, e che ciò risulta più evidente per i titoli di massa.

Una parte minoritaria della dottrina invece ha fatto leva sul tenore letterale dell'art. 1997 c.c., il quale dispone che «il pegno, il sequestro, il pignoramento e ogni altro vincolo sul diritto menzionato in un titolo di credito o sulle merci da esso rappresentate non hanno effetto se non si attuano sul titolo», per sostenere che oggetto del vincolo non sarebbe il titolo, bensì il diritto cartolare che vi è incorporato: in altre parole, si tratterebbe di vincoli su diritti, non su cose materiali⁴. Invero questa conclusione potrebbe essere supportata anche da ulteriori argomenti letterali di analogo tenore, che si potrebbero trarre sia dal testo dell'art. 2024 c.c., che, con una formulazione analoga a quella dell'art. 1997 c.c., parla di «vincolo sul credito», sia dall'art. 2025 c.c., che riguarda «l'usufrutto del credito menzionato in un titolo nominativo».

A questa tesi però si è replicato negando che all'art. 1997 si possa attribuire una valenza definitoria dell'oggetto del vincolo, non potendosi riconoscere al legislatore un rigore lessicale che non gli è proprio, e si è aggiunto altresì che l'espressione letterale impiegata in tale disposizione è contraddetta da quella che si rinviene nell'art. 2026 c.c., dove si parla di «pegno su un titolo nominativo» e non di «pegno sul diritto incorporato in un titolo nominativo»⁵.

² LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano 1999, p. 134.

³ SACCO-CATERINA, *Il possesso*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano 2000, p. 496.

⁴ RUBINO, *Il pegno*, cit., p. 212; GORLA-ZANELLI, *op. cit.*, sub art. 2784, p. 49; FOSCHINI, *In tema di pegno di titoli di credito*, in *Banca, borsa e tit. cred.* 1965, I, p. 168 ss.; FIORENTINO, *Dei titoli di credito*, in *Comm. Scialoja-Branca*, 2^a ediz., Bologna-Roma 1974, sub art. 1997, p. 118; a questo orientamento ha aderito App. Napoli, 1 dicembre 1956, in *Banca, borsa e tit. cred.* 1957, II, p. 63. Secondo REALMONTE, *Il pegno*, cit., p. 810 s., sarebbe necessario distinguere i profili relativi al titolo e gli aspetti relativi al credito incorporato, nel senso che per la costituzione e per la prelazione sarebbe più congruo considerare il pegno di titoli di credito come pegno di cose e applicare la relativa disciplina, mentre in ordine alla realizzazione coattiva della garanzia lo si dovrebbe considerare alla stregua di un pegno di crediti, con conseguente applicazione della disciplina di cui agli artt. 2800 ss.

⁵ MARTORANO, *Titoli di credito. Titoli non dematerializzati*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano 2002, p. 699 ss. Nel senso che i vincoli sui titoli devono essere considerati come vincoli su una *res* e non come vincoli su diritti, v. anche REPETTO, *Questioni in tema di pegno di titoli di credito*, in *I titoli di credito*, a cura di Pellizzi, Milano 1980, p. 541 ss.; GASPERONI, *Modalità di costituzione del pegno sui titoli azionari nominativi e legittimazione del creditore pignoratizio*, nota a Corte App. Firenze 22 maggio 1950, in *Banca*,

Autorevole dottrina ha osservato inoltre che, qualora si ritenesse che i vincoli gravano sui diritti incorporati, si verificherebbero due conseguenze incompatibili con il regime cartolare. In primo luogo, allorché si tratta di vincoli che attribuiscono al beneficiario in tutto o in parte la facoltà di esercitare la pretesa cartolare, come l'usufrutto e il pegno, l'esercizio di tale pretesa dovrebbe essere soggetto agli stessi limiti che incontrerebbe il titolare del credito qualora ne fosse titolare. Ciò da un lato sarebbe contraddetto dal disposto dell'art. 2014, comma 2, c.c., che, con riguardo al pegno, dichiara inopponibili al giratario a titolo di pegno le eccezioni opponibili al girante; dall'altro comporterebbe l'assenza di qualsivoglia differenza tra la costituzione del vincolo secondo le regole della circolazione cartolare e la costituzione secondo le regole del diritto comune. In secondo luogo, dall'assunto per cui oggetto del vincolo sarebbero i diritti e non i titoli deriverebbe che, se il vincolo è costituito da un soggetto non legittimato, l'acquirente di buona fede non potrebbe beneficiare della tutela di cui all'art. 1153, comma 3, c.c., in quanto tale disposizione riguarda solo i vincoli su cose materiali e non anche quelli su diritti⁶.

Alla luce di queste critiche, che riteniamo pienamente condivisibili, si deve concludere che l'oggetto immediato del vincolo non può che essere il titolo.

Tuttavia è evidente che non ci si può fermare a questa conclusione, ma occorre considerare che per i titoli di credito vale, com'è noto, il principio dell'incorporazione, in forza del quale v'è una corrispondenza tra il diritto sul titolo e i diritti che derivano dal titolo (il *Recht am Papier* comporta anche *Recht auf den Papier*). Facendo applicazione di tale principio si deve ritenere che, se al diritto pieno (cioè alla proprietà) sul titolo corrisponde la titolarità del diritto, così al diritto frazionario (cioè l'usufrutto, per quanto ci riguarda, ma lo stesso vale per il pegno) sul titolo corrisponde analoga posizione rispetto al diritto⁷. Questa corrispondenza tra usufrutto sul titolo e usufrutto sul di-

borsa e tit. cred. 1951, II, p. 311 s.; POLI, *Il pegno di azioni*, Milano 2000, p. 93 ss.; Trib. Torino, 3 febbraio 1993, in *G. it.* 1994, I, 2, c. 581.

⁶ Le osservazioni critiche riportate sono di MARTORANO, *op. cit.*, p. 701 s.

⁷ OPPO, *op. cit.*, p. 4; *contra* MESSINEO, *I titoli di credito*, II, 2^a ediz., Padova 1934, p. 271 ss., in particolare p. 280, la cui posizione appare un po' singolare, l'usufrutto su titoli di credito è un diritto reale, anche se non ha come oggetto un diritto. Nel caso di pegno, posto che il vincolo sul titolo fa sorgere il corrispondente vincolo sul credito incorporato, risulta particolarmente importante stabilire se debba trovare applicazione il regime del pegno di cose mobili ovvero quello del pegno di diritti, atteso che da ciò discendono rilevanti differenze di disciplina relativamente all'opponibilità della garanzia: nel primo caso infatti non sarebbe necessario notificare la costituzione del pegno al debitore o procurarsi la sua accetta-

ritto incorporato risulta anche dall'art. 1997 c.c., il quale però pone tale corrispondenza nel senso inverso a quello che abbiamo indicato, poiché, come abbiamo detto, fa riferimento ai vincoli *sul diritto* menzionato nel titolo, per l'efficacia dei quali prescrive l'attuazione *sul titolo*.

Pertanto, se è senz'altro corretto dire che l'usufrutto ha per oggetto *immediato* il titolo di credito (da intendersi come *res corporalis*), è vero anche che la costituzione di tale usufrutto comporta anche *in via mediata*, in forza del principio dell'incorporazione, il sorgere di un usufrutto sul diritto o sui diritti che nel titolo sono incorporati, che costituiscono il valore patrimoniale finale su cui il vincolo viene ad operare⁸. Si può dire dunque che coloro i quali hanno sostenuto che i vincoli di cui all'art. 1997 c.c. gravano sul diritto incorporato hanno sostenuto una cosa esatta dal punto di vista sostanziale, ma imprecisa dal punto di vista tecnico-formale: il vincolo grava innanzitutto sul titolo, e solo di conseguenza cade sui diritti incorporati. Questa consequenzialità, che è imposta dal principio dell'incorporazione, appare decisiva, perché essa fa sì che all'usufrutto sui diritti incorporati non si applichi il regime ordinario previsto per l'usufrutto degli omologhi diritti non incorporati in alcun titolo, ma si applichi piuttosto il regime cartolare, con le conseguenze che cercheremo di illustrare in seguito.

Merita di essere osservato che l'affermazione per cui l'usufrutto (o il pegno) sui titoli di credito comporta anche indirettamente la costituzione dell'usufrutto (o del pegno) sui diritti incorporati, ci riporta ancora una volta davanti alla figura dei diritti su diritti, della cui ammissibilità abbiamo ampiamente discusso nella prima parte del presente lavoro.

Il problema è diverso per i titoli dematerializzati: come diremo, infatti, in dottrina si è sottolineato che, a differenza di quanto accade per i titoli costituiti da un documento cartaceo, non è concepibile né un diritto di proprietà su tali titoli, né il possesso dei titoli stessi, cosicché ad esempio non sono esercitabili le comuni azioni possessorie in caso di sottrazione illegittima dei titoli da un conto. Per tali titoli occorrerà pertanto svolgere una distinta analisi, alla quale provvederemo dopo aver affrontato il problema dell'usufrutto su titoli non dematerializzati.

zione, *ex art. 2800 c.c.*, ma sarebbe sufficiente l'annotazione del vincolo sul titolo *ex art. 1997 c.c.* (GABRIELLI, *Il pegno*, in *Tratt. Sacco*, Torino 2005, p. 184).

⁸ MARTORANO, *op. cit.*, p. 700.

2. La categoria dei titoli di credito e le principali tipologie di titoli che vi appartengono.

2.1. TITOLI DI CREDITO E STRUMENTI FINANZIARI.

Prima di procedere alla preannunciata ricostruzione della disciplina dell'usufrutto di titoli di credito, è necessario sottolineare che la stessa categoria dei titoli di credito si presenta molto variegata, annoverando al suo interno titoli che non solo hanno un differente regime di circolazione, ma incorporano altresì diritti assai diversi tra loro. La varietà nel panorama dei titoli di credito si è oltremodo accresciuta con lo sviluppo del mercato finanziario e con il proliferare in esso di una molteplicità di strumenti differenti, idonei a rispondere ad esigenze diverse sia degli emittenti che del pubblico dei risparmiatori.

Com'è noto, i titoli di credito costituiscono un insieme che si interseca con quello degli strumenti finanziari elencati nell'art. 1, comma 2, t.u.f., come modificato dal d.lgs. n. 164 del 2007, attuativo della direttiva comunitaria 2004/39/CE, c.d. Mifid⁹. Infatti, per restare nella metafora matematica, alcuni "elementi" sono compresi sia nell'insieme "titoli di credito" che in quello "strumenti finanziari" (ad es. azioni e obbligazioni), ma ve ne sono altri che sono compresi nel primo insieme e non nel secondo (es. cambiali, assegni), nonché altri ancora che sono compresi nel secondo insieme e

⁹ La direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari è stata modificata dalla direttiva 2006/31/CE e poi integrata dal regolamento n. 1287 del 2006, che ne reca le modalità di esecuzione per quanto riguarda gli obblighi in materia di registrazioni per le imprese di investimento, la comunicazione delle operazioni, la trasparenza del mercato, l'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione e le definizioni di taluni termini ai fini di tale direttiva.

Facendo riferimento al testo dell'art. 1, comma 2, t.u.f. anteriore alla modifica intervenuta con il d.lgs. n. 164 del 2007, ma con considerazioni che rimangono valide anche dopo tale modifica, la dottrina ha rilevato che l'elenco degli strumenti finanziari contenuto nella predetta disposizione presenta un carattere tassativo, benché tale tassatività sia resa più apparente che reale dall'ampiezza delle formule impiegate per definire talune categorie di strumenti finanziari, che consente di ricomprendervi altri titoli che possano essere in futuro previsti dalla legge o impiegati nella prassi (COSTI-ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Tratt. Cottino*, VIII, Padova 2004, p. 38 s.; LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., p. 120). Si sottolinea inoltre che l'elemento caratteristico degli strumenti finanziari non derivati (che costituiscono titoli di credito, come abbiamo detto nel testo) è rappresentato dalla loro negoziabilità sul mercato dei capitali (lett. *a*, *b* e *b-bis*) o dalla loro "normale negoziazione" (lett. *d* ed *e*) sullo stesso mercato, che non è necessariamente un mercato regolamentato (COSTI-ENRIQUES, *op. cit.*, p. 40).

Occorre precisare infine che quando la legge pone una determinata disciplina riferendosi agli "strumenti finanziari", non sempre è possibile applicare tale disciplina a tutte le categorie elencate nell'art. 1, comma 2, t.u.f.; pertanto non è possibile individuare una nozione unitaria di strumento finanziario, ma si deve ammettere che la nozione assume una pluralità di significati a seconda della singola disciplina che vi fa ricorso (cfr. SALAMONE, *La nozione di strumento finanziario tra unità e molteplicità*, in *R. d. comm.* 1998, I, pp. 718 e 740).

non nel primo (i cosiddetti derivati, che, ai sensi dell'art. 1, comma 3, d.lgs. n. 58 del 1998, sono quelli previsti alle lett. da *d*) a *j*) del 2° comma e alla lett. *d*) del 1° comma)¹⁰.

Va precisato ancora che la nozione di strumento finanziario che emerge dal t.u.f. non coincide con l'accezione con la quale l'espressione è impiegata nel codice civile, poiché gli strumenti finanziari previsti in quest'ultima sede (sui quali torneremo diffusamente più avanti) potrebbero essere privi del requisito della negoziabilità, che è invece un connotato essenziale degli strumenti finanziari nel senso del t.u.f.¹¹. Gli strumenti finanziari previsti dal codice civile peraltro sono titoli di credito causali¹².

Alla luce di ciò, poiché il presente lavoro ha per oggetto i titoli di credito, laddove nel corso della trattazione utilizzeremo l'espressione "strumenti finanziari" non la intenderemo nel significato del t.u.f., che comprende anche strumenti che non sono titoli di credito, bensì nel significato del codice civile.

Fatte queste doverose precisazioni, ci pare opportuno richiamare, seppure brevemente e senza pretesa di completezza, le principali tipologie di titoli di credito che

¹⁰ LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., p. 119; VALENTINO, in *Comm. breve al codice civile. Leggi complementari*, a cura di Alpa e Zatti, t. II, Padova 2006, sub art. 1 d.lgs n. 58 del 1998, p. 786. Sul passaggio che si è verificato nella legislazione dall'uso della categoria di valore mobiliare, peraltro dai confini mutevoli, a quella di strumento finanziario, definita dall'art. 1, co. 2, t.u.f., nonché sui rapporti tra quest'ultima categoria e quella di prodotto finanziario, definita a sua volta dall'art. 1, co. 1, lett. *u*), t.u.f., v. COSTI-ENRIQUES, *op. cit.*, p. 29 ss.; v. altresì PARTESOTTI, *Lezioni sui titoli di credito*, cit., p. 159 ss. Peraltro si può osservare che con la modifica dell'art. 1 t.u.f. ad opera del d.lgs. n. 164 del 2007 attuativo della direttiva comunitaria c.d. Mifid 2004/39/CE, è stata reintrodotta la categoria dei valori mobiliari, che da un lato sono stati fatti oggetto di un'apposita definizione al comma 1-*bis*, dall'altro sono stati menzionati tra gli strumenti finanziari alla lett. *a*) del comma 2 nonché al n. 1 della sezione C dell'Allegato al t.u.f., venendo a costituire in tal modo un sottoinsieme degli stessi.

¹¹ NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutarî*, Milano 2003, p. 82 s.; TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria delle società per azioni (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.* 2004, p. 1093 s.; MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano 2004, p. 69; v. anche GALGANO-GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, 3^a ed., in *Tratt. Galgano*, XXIX, Padova 2006, p. 235 ss., i quali ravvisano due ulteriori differenze: innanzi tutto gli strumenti finanziari elencati dal t.u.f. costituiscono un insieme chiuso (ma si tratta di una tipicità solo apparente, come abbiamo chiarito precedentemente in nota) mentre quelli del codice civile sono connotati dall'atipicità; in secondo luogo gli strumenti finanziari disciplinati dal t.u.f. debbono necessariamente essere liquidati in valuta o mediante scambio di altri strumenti finanziari ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati, mentre gli strumenti finanziari del codice civile possono essere emessi anche a fronte di apporti di beni, prestazioni d'opera e servizi non liquidi, non immediatamente esigibili e soprattutto di natura infungibile e non idonea alla negoziazione (in questo modo però sembra confondersi la "liquidazione" con l'apporto necessario per la sottoscrizione, rispetto al quale, in particolare, non sussiste alcuna differenza nei termini suindicati: si pensi ad esempio alle azioni, che, pur essendo sicuramente strumenti finanziari nel senso del t.u.f., possono essere emesse a fronte di un apporto non pecuniario ma di beni).

¹² Cfr. MAGLIULO, *op. cit.*, p. 68 s.

possono venire in rilievo, al fine precipuo di mettere in luce la diversità dei diritti che in essi sono incorporati. Ciò costituirà la necessaria premessa dell'indagine volta a chiarire come vadano ripartiti tra usufruttuario e nudo proprietario i diritti incorporati nei vari titoli, e come debba essere regolato il loro esercizio.

2.2. I TITOLI DI DEBITO.

Tra i titoli di debito si annoverano sia i classici titoli individuali come la cambiale e l'assegno, sia titoli di massa come i titoli di Stato, le cambiali finanziarie e le obbligazioni di società.

Per quanto riguarda in particolare le obbligazioni, esse incorporano principalmente il diritto di credito al pagamento del capitale e degli interessi, eventualmente subordinati, in tutto o in parte, alla soddisfazione di altri creditori della società (v. art. 2411, comma 1, c.c.). Quanto poi alle obbligazioni indicizzate (dette anche a rendimento variabile, oppure strutturate, secondo la terminologia dell'art. 2.2.20 del Regolamento di Borsa), esse non attribuiscono alcun diritto ulteriore rispetto alle altre obbligazioni, ma implicano semplicemente che il pagamento degli interessi sia condizionato all'andamento di determinati indici (art. 2411, comma 2, c.c.). La corresponsione degli interessi può essere affiancata o finanche sostituita da un altro genere di remunerazione costituito dalla partecipazione agli utili della società (c.d. obbligazioni partecipanti)¹³.

Le obbligazioni attribuiscono al possessore anche alcuni poteri in relazione all'organizzazione del gruppo degli obbligazionisti, come il diritto di voto nell'assemblea degli obbligazionisti, il diritto di chiedere la convocazione dell'assemblea stessa se si possiedono tante obbligazioni che rappresentino almeno un ventesimo dei titoli emessi e non estinti (art. 2415, comma 2), il diritto di impugnare le deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti (art. 2416), il diritto di chiedere al tribunale la nomina del rappresentante comune se l'assemblea non vi provvede (art. 2417, comma 2). Si tratta di poteri che non assumono rilevanza autonoma, ma devono considerarsi meramente accessori rispetto al credito principale.

L'art. 2411, comma 3, estende la disciplina delle obbligazioni «agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del ca-

¹³ BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazione agli utili*, in *R. d. comm.* 1988, I, p. 288 ss.

pitale all'andamento economico della società». La disposizione genera il dubbio se gli strumenti finanziari cui essa fa riferimento siano una particolare categoria degli strumenti finanziari partecipativi previsti dall'art. 2346, comma 6, c.c., dei quali ci occuperemo tra breve. Una parte della dottrina propende decisamente per la soluzione affermativa¹⁴, ma in contrario si è osservato che le discipline dettate per l'una e l'altra categoria non sono coincidenti e che di conseguenza le due categorie devono essere differenti. L'elemento che determinerebbe tale differenza è stato ravvisato da taluno nella circostanza che gli strumenti finanziari partecipativi sono emessi a fronte di un apporto da imputare al patrimonio (e in questo senso "partecipano" del rischio della società), mentre gli strumenti finanziari equiparati alle obbligazioni *ex art.* 2411, comma 3, sono emessi a fronte di un apporto che genera un debito della società. Da altri invece l'elemento distintivo è stato individuato nella circostanza che gli strumenti finanziari equiparati alle obbligazioni sono privi di diritti patrimoniali e amministrativi propri dei titoli azionari, di cui invece gli strumenti finanziari *ex art.* 2346, comma 6, c.c. sono dotati, e che rendono questi ultimi per l'appunto "partecipativi" del contratto sociale¹⁵ (sulla fattispecie degli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, comma 6, c.c. e sul suo rapporto con quella degli strumenti finanziari equiparati alle obbligazioni di cui all'art. 2411, comma 3, c.c., torneremo più diffusamente tra breve).

Un discorso analogo a quello fatto per le obbligazioni vale anche per i titoli di debito che possono essere emessi dalle società a responsabilità limitata ai sensi dell'art. 2483 c.c.¹⁶.

È necessario ricordare che alcune tipologie di titoli obbligazionari incorporano qualche diritto in più rispetto a quelli già considerati: ci riferiamo in particolare alle ob-

¹⁴ CAVALLO BORGIA, *La tipologia degli strumenti finanziari*, in *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, a cura di Galgano e Visintini, in *Tratt. Galgano*, XLIII, Padova 2006, p. 60 ss., la quale sottolinea altresì che comunque, anche al di fuori dell'ipotesi contemplata dall'art. 2411, co. 3, c.c., le società emittenti potranno stabilire statutariamente l'applicabilità di tale disciplina, al fine di ottenere una maggiore sicurezza nell'individuazione della regolamentazione cui sono soggetti i titoli, e di conseguenza un giudizio più favorevole da parte del mercato.

¹⁵ NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 73.

¹⁶ Siffatti strumenti erano espressamente contemplati dall'art. 1, comma 2, t.u.f., alla lett. *b-bis* – inserita dall'art. 9.48, comma 1, lett. a, d.lgs. n. 6 del 2003, come modificato dall'art. 3.1 d.lgs. n. 37 del 2004 –, che menzionava «gli strumenti finanziari, negoziabili sul mercato dei capitali, previsti dal codice civile». In seguito alla novellazione dell'art. 1, comma 2, t.u.f. operata con il d.lgs. n. 164 del 2007, non si rinviene più tale previsione, ma non sembra difficile ricondurre i titoli in questione nell'ambito della generica formulazione della lettera *b* del comma 1 *bis*, che affianca alle obbligazioni «altri titoli di debito».

bligazioni con *warrant* (o con diritto di opzione)¹⁷ e alle obbligazioni convertibili. La differenza tra le due tipologie sta nel fatto che le prime incorporano sia un credito pecuniario che un diritto di opzione, mentre le seconde incorporano una sorta di obbligazione alternativa, in cui la scelta, rimessa al creditore, si pone tra la riscossione della somma e la sottoscrizione gratuita di azioni della società debitrice da emettere¹⁸. Si tratta comunque in entrambi i casi di titoli di debito che non attribuiscono soltanto un credito ad una prestazione pecuniaria, bensì anche un altro potere di natura diversa, che però assume un rilievo primario e non riveste un carattere meramente accessorio rispetto al credito stesso, come accade invece per i titoli obbligazionari “semplici” con riguardo al potere di partecipare all’assemblea degli obbligazionisti. L’opzione può avere ad oggetto tanto la sottoscrizione di azioni di futura emissione quanto l’acquisto di azioni già emesse e tenute in portafoglio dalla società; analogamente la conversione delle obbligazioni può avvenire sia in modo diretto, attraverso l’emissione di azioni nuove, sia in modo indiretto, attraverso l’acquisto da parte della società di azioni già emesse e la successiva cessione delle medesime all’obbligazionista.

Tra i titoli che incorporano un mero credito si annoverano anche i titoli emessi ex art. 2 legge n. 130 del 1999, per finanziare un’operazione di cartolarizzazione quale definita dall’art. 1 della medesima legge¹⁹.

Occorre ora soffermarsi sulle quote di fondi comuni di investimento, menzionate

¹⁷ Entrambe queste tipologie di obbligazione attribuiscono il diritto di opzione, cioè il diritto di acquistare o sottoscrivere azioni entro un periodo predeterminato e a un prezzo prefissato, ma tale diritto nel primo caso è documentato da un apposito buono (il *warrant* appunto) negoziabile separatamente, mentre nel secondo caso è inscindibile dal titolo obbligazionario e può circolare solo unitamente ad esso.

Peraltro il *warrant* può essere emesso anche come certificato autonomo e, anche quando accede a un’obbligazione, costituisce un distinto titolo di credito causale (ROMAGNOLI, *Appunti sul «warrant»*, in *R. d. comm.* 1993, I, p. 849 ss.; BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazione agli utili*, cit., p. 284 ss.; GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, Torino 1995, p. 1 ss.; ma secondo RIGHINI, voce *Warrant*, in *Dig. disc. priv. – sez. comm.*, XVI, Torino 1999, p. 486 ss., dal regolamento di emissione potrebbe risultare anche la volontà di limitare gli effetti della circolazione dei *warrants* a quelli della cessione del contratto, dovendosi in tal caso qualificare i *warrants* come titoli impropri).

¹⁸ In altre parole, nel caso di obbligazioni con *warrant* la sottoscrizione delle azioni è effettuata dietro versamento di ulteriori somme da parte dell’obbligazionista, mentre nel caso di obbligazioni convertibili avviene “utilizzando” – per così dire – le somme dovute dalla società all’obbligazionista: CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, in *Tratt. Colombo-Portale*, 5, Torino 1988, p. 485; v. anche LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., p. 237 s.

¹⁹ In forza dell’esplicita previsione in tal senso del 1° comma dell’articolo citato, tali titoli sono strumenti finanziari nel senso in cui l’espressione è usata nel t.u.f., e pertanto devono aggiungersi all’elenco degli strumenti finanziari contenuto nell’art. 1, comma 2, dello stesso testo unico, con la conseguenza che ad essi si applicano le disposizioni in materia di intermediazione finanziaria. Sull’argomento v. per tutti GALLETTI-GUERRIERI, *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna 2002, p. 103 ss.

al comma 2, lett. c), t.u.f. Esse mettono l'investitore in relazione esclusivamente con un patrimonio diviso in quote e gestito in monte, a prescindere da qualsiasi partecipazione nel capitale della società promotrice o della società di gestione: pertanto si tratta di titoli che non sono partecipativi in senso proprio²⁰.

La lett. j) del 1° comma, nel definire il fondo comune di investimento, specifica che il suo patrimonio «può essere raccolto mediante una o più emissioni di quote», quote che sono rappresentate da certificati nominativi o al portatore, a scelta dell'investitore, ex art. 36, comma 8, t.u.f.²¹. Ci si deve chiedere se tali certificati siano veri e propri titoli di credito, o se piuttosto debbano qualificarsi come semplici documenti di legittimazione o titoli impropri. Sulla questione è intervenuta una pronuncia della Corte di Cassazione, che aveva riguardo ai certificati cumulativi, cioè emessi in rappresentanza delle quote di più investitori, e non a quelli individuali, rappresentativi della quota di competenza di un singolo investitore. Nella motivazione della sentenza si legge che «la partecipazione a un fondo comune di investimento, in mancanza di un certificato individuale, autonomo e separato, costituisce un credito e non un titolo di credito nei confronti del fondo stesso, giacché il certificato cumulativo non incorpora il diritto alla prestazione né può circolare limitatamente ad uno dei soggetti partecipanti al fondo»²². Dunque la sentenza ravvisa due elementi che rappresentano un ostacolo al ri-

²⁰ VALENTINO, in *Comm. breve al codice civile. Leggi complementari*, cit., p. 786.

²¹ Com'è noto, i fondi comuni di investimento possono essere chiusi, allorquando riconoscono ai partecipanti il diritto al rimborso delle quote solo a scadenze determinate (art. 1, co. 1, lett. l), ovvero aperti, allorquando tale rimborso può essere chiesto in qualsiasi tempo, purché secondo le modalità previste dalle regole di funzionamento del fondo (art. 1, co. 1, lett. k). Sui fondi comuni di investimento in generale, v. MAFFEI ALBERTI, a cura di, *Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento. Commentario alla legge 23 marzo 1983, n. 77*, in *Le Nuove leggi civ. comm.* 1984, p. 380 ss.; FERRI JR., *Patrimonio e gestione. Spunti per una costruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *R. d. comm.* 1992, I, p. 25 ss.; ASCARELLI, *I fondi comuni di investimento*, in *Tratt. Rescigno*, 16, Torino 1985, p. 746 ss.

²² Cass. 14 luglio 2003, n. 10990. La sentenza afferma inoltre che non si possono trarre argomenti, in favore dell'attribuzione ai certificati collettivi della natura di titoli di credito, dall'8° comma dell'art. 36 t.u.f., poiché esso si limita a disporre solo che le quote dei fondi comuni di investimento «sono rappresentate da certificati»: il rilievo appare condivisibile, poiché il fatto che i certificati «rappresentino» le quote non costituisce un elemento che depone in modo univoco in favore della natura di titolo di credito dei certificati stessi. La sentenza richiama infine il 6° comma dell'art. 36, laddove ammette le azioni dei creditori dei singoli investitori sulle quote di partecipazione dei medesimi, senza fare riferimento ai titoli. Questo dato letterale non ci sembra significativo, perché la disposizione mira solo a stabilire entro quali limiti si può agire esecutivamente sul patrimonio del fondo, chiarendo che è ammessa solo l'esecuzione sulla parte del patrimonio che spetta al singolo investitore, mentre è del tutto estranea alla disposizione la finalità di chiarire se l'oggetto dell'esecuzione forzata sia la quota oppure il certificato che la rappresenta.

Nel caso affrontato dalla sentenza in esame, la questione circa la possibilità di ravvisare nel certificato collettivo di partecipazione al fondo un titolo di credito assumeva rilievo giacché uno dei partecipanti al fondo aveva costituito in pegno il proprio credito alla restituzione del valore della propria quota. Si pone-

conoscimento della natura di titoli di credito ai certificati cumulativi: in primo luogo la circostanza che tali certificati non incorporano il diritto alla prestazione, in secondo luogo il fatto che non possono circolare limitatamente ad uno dei partecipanti al fondo. Se però in luogo del certificato collettivo si prende in considerazione quello individuale, si nota che non ricorre nessuno dei predetti elementi ostativi al riconoscimento della natura di titolo di credito: il certificato individuale infatti incorpora il diritto alla prestazione e può «circolare limitatamente ad uno dei soggetti partecipanti al fondo», *rectius* può consentire la circolazione della posizione di uno dei partecipanti al fondo. Pertanto, ragionando *a contrario* dalla motivazione della citata sentenza, si deve ritenere che i certificati individuali rappresentativi di una quota del fondo comune di investimento siano veri e propri titoli di credito.

Del resto i certificati in parola possiedono i caratteri che la dottrina ritiene identificativi di un titolo di credito, cioè il carattere documentale (salvo che siano dematerializzati²³) e la destinazione alla mobilitazione della ricchezza²⁴.

I certificati individuali rappresentativi di quote di fondi comuni di investimento sono titoli che incorporano essenzialmente crediti pecuniari: essi infatti attribuiscono ai loro titolari il diritto di ottenere, al momento dell'uscita dal fondo o della liquidazione del medesimo, una somma di denaro corrispondente al valore della quota, cui si aggiunge eventualmente il diritto ad ottenere, nel corso della gestione, la distribuzione dei proventi realizzati, se il regolamento del fondo prevede che si faccia luogo ad essa invece che all'accumulazione dei proventi stessi nel patrimonio del fondo²⁵. Alle menzionate prerogative di carattere patrimoniale si aggiunge altresì, ma solo se si tratta di fondi di investimento chiusi, il diritto (amministrativo) di votare nell'assemblea dei partecipanti

va pertanto il problema di stabilire se, ai fini dell'opponibilità del pegno al gestore del fondo, fosse necessaria la notificazione a quest'ultimo o la sua accettazione, secondo quanto previsto dall'art. 2800 c.c. per il pegno di crediti, ovvero se fosse prescritta l'annotazione del vincolo sul certificato, in ottemperanza al disposto dell'art. 1997 c.c. Muovendo dalla convinzione che il certificato collettivo non costituisca un titolo di credito, la Corte optava per la prima soluzione.

²³ LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., p. 34.

²⁴ LIBONATI, *op. ult. cit.*, p. 35 ss. Sui certificati rappresentativi di quote di fondi comuni di investimento v. anche LENER, *Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento. Commentario alla legge 23 marzo 1983, n. 77*, a cura di Maffei Alberti, *sub art. 3*, in *Le Nuove leggi civ. comm.* 1984, p. 413 ss.; NTUK, voce *Fondi comuni di investimento*, in *Dig. disc. priv. – sez. comm.*, Aggiornamento *, Torino 2000, p. 332 ss.; CALLEGARI, voce *Cambiale finanziaria e certificati di investimento*, in *Dig. disc. priv. – sez. comm.*, Aggiornamento*, Torino 2000, p. 168 s.

²⁵ V. art. 39, lett. e, t.u.f., nonché il provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005, recante «Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio», al titolo V, capitolo I, sez. II, n. 3.2 e capitolo IV, n. 2.

al fondo (art. 37, comma 2 *bis*, t.u.f.).

2.3. I TITOLI AZIONARI.

Secondo l'opinione prevalente, i titoli azionari devono essere inquadrati all'interno della categoria di titoli di credito²⁶. Si tratta di titoli che incorporano una posizione complessa fatta di un fascio di diritti e di poteri²⁷, che comprendono diritti patrimoniali (il diritto agli utili e il diritto alla quota di riparto in sede di liquidazione della società), diritti amministrativi e diritti patrimoniali-amministrativi (che elencheremo più avanti)²⁸.

Si deve considerare poi che alcune azioni hanno un contenuto diverso da quello che si è finora sommariamente esposto. Si tratta delle azioni appartenenti a categorie speciali, per le quali l'art. 2348, comma 2 ha sancito espressamente l'atipicità, consentendo alla società di determinare liberamente il contenuto delle azioni appartenenti alle varie categorie. Vi sono dunque:

a) azioni privilegiate sotto il profilo dei diritti patrimoniali, che possono attribuire ad esempio una più elevata partecipazione agli utili, una postergazione nella partecipazione alle perdite, diritti di priorità o maggiorazioni sulle riserve, privilegi nel rimbor-

²⁶ Le perplessità in merito al predetto inquadramento discendono dal fatto che il contenuto della posizione giuridica dell'azionista non si individua unicamente in base alla lettera del documento che la rappresenta, bensì anche in base allo statuto e all'atto costitutivo. Senza alcuna pretesa di completezza, si possono ricordare, tra gli autori che ritengono che le azioni siano titoli di credito, CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2, 6^a ediz., Torino 2006, p. 228 ss.; GALGANO, *La società per azioni*, in *Tratt. Galgano*, VII, 2^a ediz., Padova 1988, p. 13 ss.; FRÈ, *Della società per azioni*, I, in *Comm. Scialoja-Branca*, 6^a ediz., Bologna-Roma 1997, p. 214 ss.; GUIZZI, *Il titolo azionario come strumento di legittimazione*, Milano 2000, p. 13 ss. FERRI, *Le società*, 3^a ediz., Torino 1987, p. 483 ss.; tra gli autori critici in merito a tale qualificazione, FERRARA-CORSI, *Gli imprenditori e le società*, 13^a ediz., Milano 2006, p. 429 ss.; DI SABATO, *Diritto delle società*, 2^a ediz., Milano 2005, p. 235 s.; D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, Milano 1968, p. 1 ss.

²⁷ In realtà è controverso quale sia la situazione giuridica incorporata nel titolo azionario, poiché controversa è la natura della partecipazione azionaria: mentre una parte della dottrina aderisce alla concezione prospettata nel testo, altri invece vedono nella partecipazione azionaria uno *status* di socio, un diritto assoluto o un diritto di credito (D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, cit., p. 11 ss., ove ulteriori riferimenti).

²⁸ Formalmente rientrano nella categoria dei titoli che esprimono una partecipazione al capitale sociale anche le azioni di Sicav. Tuttavia v'è da considerare che la Sicav può emettere azioni al portatore dotate di voto pro capite anziché pro quota, nonché limitare l'emissione di azioni nominative (che sono senz'altro dotate di voto pro quota). In questo modo si può verificare in concreto una situazione in cui la partecipazione al capitale è molto diversa per i titolari di azioni nominative, che hanno diritto di voto pieno, e per i titolari di azioni al portatore, il cui diritto di voto è limitato. Per questi ultimi dal punto di vista sostanziale la partecipazione al capitale delle Sicav si avvicina molto di più a un investimento di tipo finanziario, scevro da interessi nella gestione della società, come nel caso delle quote di fondi comuni di investimento (VALENTINO, in *Comm. breve al codice civile. Leggi complementari*, cit., p. 787).

so del capitale, privilegi nella distribuzione di acconti sui dividendi, il diritto a particolari prestazioni da parte della società, ecc.²⁹;

b) azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore (c.d. azioni correlate, espressamente previste all'art. 2350, comma 2): tipicamente esse attribuiscono utili solo se il settore correlato è in utile e anche se gli altri settori non producono utile, fermo restando il divieto, previsto dal 3° comma dell'art. 2350, di distribuire utili se la società nel suo complesso non ne ha prodotti; ma i diritti correlati ai risultati del settore possono essere anche diversi, incidendo ad esempio sulle riserve, sul rimborso in sede di liquidazione della società, sulla partecipazione alle perdite relative ai settori diversi da quello cui le azioni sono correlate, e forse anche sulla liquidazione della partecipazione azionaria in caso di recesso³⁰;

c) azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, o con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative, cui si aggiungono, per le società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, le azioni con voto "contingentato", cioè limitato ad una misura massima, e quelle con voto "scaglionato" (art. 2351, commi 2 e 3, c.c.)³¹;

d) azioni munite di particolari diritti amministrativi, ulteriori o più ampi di quelli

²⁹ NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 59; MAGLIULO, *op. cit.*, p. 84 ss.

³⁰ MAGLIULO, *op. cit.*, p. 99 ss.; V. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 57 s., il quale sottolinea che il settore di attività cui possono essere correlate le azioni è differente dall'affare cui può essere destinato un patrimonio *ex artt.* 2447 *bis* ss., perché quest'ultimo deve essere un'operazione o un'attività suscettibile di avere un inizio e una fine, mentre il primo può essere più ampio e può consistere in una delle attività incluse nell'oggetto sociale (ad es. per una società di *engineering* il settore può essere la costruzione di dighe idroelettriche, l'affare la costruzione di una determinata diga); LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa e tit. cred.* 2003, I, p. 527 ss., il quale chiarisce che le azioni correlate, a differenza dei patrimoni destinati, non integrano un'ipotesi di segregazione patrimoniale in senso proprio, bensì piuttosto un'ipotesi di segregazione contabile convenzionale efficace nei confronti dei soci ma non dei creditori.

³¹ V. MAGLIULO, *op. cit.*, p. 92 ss.; PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.* 2003, p. 1293 ss.; NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 59 ss., il quale in particolare, a proposito del voto condizionato, ricorda l'esempio francese delle azioni senza diritto di voto che, in caso di mancato soddisfacimento per due anni consecutivi del privilegio sulla distribuzione di utili, attribuiscono il diritto di voto in misura pari alle azioni ordinarie, fintantoché non vengano distribuiti nuovamente utili in misura tale da soddisfare il privilegio. Lo stesso autore aggiunge che il verificarsi della condizione può condurre all'acquisto o alla perdita del voto in modo definitivo oppure soltanto temporaneo (cioè fintantoché permane o manca l'elemento condizionante). Sulle azioni con voto condizionato al lancio di un'opa, v. ANNUNZIATA, *Nuovo diritto societario e modifiche alla disciplina dell'Opa obbligatoria*, in *Le società* 2004, p. 801.

spettanti ai titolari di azioni ordinarie³²;

e) azioni che combinano i caratteri di cui sopra;

f) azioni di godimento, che, se lo statuto non dispone diversamente, non danno diritto di voto nell'assemblea (art. 2353 c.c.);

g) azioni di risparmio, anch'esse prive di diritti di voto, ma dotate necessariamente di particolari privilegi di natura patrimoniale (art. 145 t.u.f.)³³, e, per le cooperative azionarie, le azioni di partecipazione cooperativa di cui all'art. 5 legge n. 59 del 1992;

h) azioni con prestazioni accessorie, che impegnano il socio a fornire un dato apporto aggiuntivo rispetto al conferimento, con o senza corrispettivo da parte della società (art. 2345 c.c.)³⁴.

2.4. GLI STRUMENTI FINANZIARI PREVISTI DAL CODICE CIVILE.

Si tratta innanzi tutto degli strumenti finanziari di cui all'art. 2346, comma 6, c.c., che sono denominati "partecipativi" nella rubrica della sezione V del capo V del libro V («Delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi»). Appare indubitabile che gli strumenti finanziari in questione, non essendo emessi a fronte di un apporto qualificabile come conferimento, non esprimono una partecipazione al capitale della società (e per metonimia alla società stessa) e dunque non sono partecipativi secondo il significato tradizionale che si attribuisce all'aggettivo, rimanendo tale carattere peculiare delle azioni. La legge lascia un'ampia autonomia allo statuto nel determinare il contenuto di questi strumenti finanziari, che comunque sono diversi dalle azioni, perché non esprimono una partecipazione al capitale sociale né attribuiscono la qualità di socio. Gli strumenti finanziari in questione sono piuttosto correlati a un apporto che potrà consistere, oltre che in denaro, nel trasferimento di beni in natura o di crediti, nella prestazio-

³² NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 64, fa gli esempi dell'attribuzione di un potere di controllo analogo a quello che spetta ai soci della s.r.l. allorché manchi il collegio sindacale, e del diritto di chiedere la convocazione dell'assemblea con una partecipazione inferiore a quella prevista dall'art. 2367 c.c. o dallo statuto, o addirittura con il possesso di una sola azione. L'autore aggiunge poi che all'autonomia statutaria è consentito altresì prevedere, nel caso di società quotate, l'emissione di categorie speciali di azioni caratterizzate dal fatto di poter essere private del diritto di opzione, nel limite del dieci per cento del capitale sociale preesistente ex art. 2441, 4° comma, c.c.

³³ Sui privilegi di natura patrimoniale conferiti da tali azioni, v. per tutti FERRO LUZZI, *Le azioni di risparmio: «vingt ans après»*, in *La riforma delle società quotate*, Milano 1998, p. 233 ss.; NOTARI, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. D. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, a cura di Marchetti e Bianchi, Milano 1999, sub art. 145, p. 1570 ss.

ne d'opera o di servizi, nella prestazione di garanzie, nell'esecuzione di prestazioni di non fare o in attribuzioni di altro contenuto (come ad esempio nel consenso all'uso del nome)³⁵. La possibilità di emettere siffatti strumenti è accordata al fine di soddisfare l'esigenza della società di acquisire tutti i mezzi che possono esserle utili per lo svolgimento della propria attività, comprese le prestazioni di opere o servizi, che non possono costituire oggetto di conferimenti nelle società per azioni (mentre per le società a responsabilità limitata l'art. 2464, co. 6, sancisce una regola opposta)³⁶.

Sussistono gravi incertezze in merito all'esatta individuazione della fattispecie in questione e degli elementi che dovrebbero distinguerla dalle fattispecie azionaria e obbligazionaria, rispetto alle quali sembra collocarsi in posizione intermedia. Le incertezze sono rese ancora maggiori dalla difficoltà di coordinare il disposto dell'art. 2346, comma 6, c.c. con l'ultimo comma dell'art. 2411, 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». Una trattazione esaustiva della questione sarebbe incompatibile con lo spazio della presente trattazione, per cui ci limiteremo in questa sede ad alcuni brevi cenni in proposito.

Secondo una prima tesi, il connotato caratterizzante gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, co. 6, sarebbe costituito dal fatto che si tratterebbe di titoli di rischio (analogamente alle azioni), cioè di titoli che non darebbero alcun diritto alla restituzione dell'apporto conferito dal sottoscrittore³⁷, e pertanto non dovrebbero essere annotati in bilancio tra i debiti della società, ma dovrebbero piuttosto essere contabilizzati in un'apposita voce del patrimonio netto, se si tratta di apporti di beni in natura o denaro, oppure non essere contabilizzati affatto, se si tratta di apporti di opere o servizi. Questa connotazione di rischio li distinguerebbe dai titoli di debito (tra i quali si anno-

³⁴ V. per tutti GALGANO-GENGHINI, *op. cit.*, p. 208 ss.

³⁵ V. per tutti MAGLIULO, *op. cit.*, p. 38 s.

³⁶ Cfr. LOLLI, *Gli strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, I, Padova 2005, sub artt. 2346-2354, p. 200 s.

³⁷ La restituzione dell'apporto di denaro o di beni in natura fornito dal sottoscrittore di strumenti finanziari partecipativi può avvenire solo allo scioglimento della società (salvo che lo statuto preveda che l'apporto stesso debba considerarsi effettuato a fondo perduto), ed è comunque postergato al soddisfacimento dei creditori sociali; invece nel caso in cui l'apporto consista nella prestazione di opera o di servizi, non avrà luogo nessuna restituzione (salvo che lo statuto disponga diversamente, prevedendo una sorta di patrimonializzazione dell'apporto). Lo statuto potrebbe però consentire una liquidazione anticipata, effettuata su iniziativa della società o su richiesta del sottoscrittore, che comunque potrà essere eseguita solo se al passivo del bilancio è iscritta una corrispondente riserva.

verano le obbligazioni), che invece attribuiscono il diritto alla restituzione dell'apporto, anche se tale diritto è condizionato nei tempi e nell'entità all'andamento economico della società, e dunque sono appostati in bilancio tra i debiti.

In quest'ottica, gli strumenti finanziari di cui all'art. 2346, comma 6, sarebbero "partecipativi" perché esprimerebbero una partecipazione al rischio d'impresa dei loro sottoscrittori, e questo li distinguerebbe dagli strumenti finanziari di cui all'art. 2411, comma 3, c.c., che si potrebbero qualificare invece come "non partecipativi".

Dunque gli artt. 2346, comma 6, 2351, comma 5 e 2376 costituirebbero l'ordinamento degli strumenti finanziari di rischio, mentre le disposizioni dettate in tema di obbligazioni costituirebbero l'ordinamento dei titoli di debito, siano essi obbligazioni oppure strumenti finanziari «che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società», equiparati alle obbligazioni dall'art. 2411, comma 3³⁸.

In conclusione la distinzione tra azioni, strumenti finanziari partecipativi, obbligazioni e strumenti finanziari equiparati alle obbligazioni starebbe nel fatto che le prime sono emesse dietro un apporto che viene imputato al capitale della società, i secondi dietro un apporto da imputare eventualmente al patrimonio (se ha per oggetto denaro o beni in natura), le obbligazioni e i titoli ad esse equiparati, infine, dietro un apporto che genera un debito della società³⁹.

Secondo un diverso orientamento, invece, gli strumenti finanziari partecipativi non sarebbero connotati dall'assenza del diritto alla restituzione dell'apporto, poiché al contrario tale diritto potrebbe essere presente: dunque lo strumento finanziario partecipativo potrebbe essere anche un titolo di debito, e in tal caso dovrebbe per l'appunto essere iscritto in bilancio tra i debiti.

L'elemento caratteristico degli strumenti finanziari partecipativi dovrebbe essere

³⁸ COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Abbadessa e Portale, 1, Torino 2007, p. 729 ss.; analogamente MAGLIULO, *op. cit.*, p. 28 ss. e 40 ss.; concorda sull'attribuzione di questo significato all'aggettivo "partecipativi" CAVALLO BORGIA, *op. cit.*, p. 58 s.

³⁹ DE ACUTIS, *Il finanziamento dell'impresa societaria. I principali tratti caratterizzanti e gli «altri strumenti finanziari partecipativi»*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova 2004, p. 265 s.; MAGLIULO, *op. cit.*, p. 32, precisa che probabilmente la differenza tra obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi va individuata nel fatto che, al momento dello scioglimento della società, il credito dell'obbligazionista deve essere soddisfatto in ogni caso prima del credito del socio alla restituzione del capitale, mentre il credito del titolare degli strumenti finanziari partecipativi è equiparato al predetto credito del socio.

individuato piuttosto nella circostanza che, tra i diritti che essi conferiscono al possessore, debbano essere compresi necessariamente dei diritti, patrimoniali o amministrativi, propri della partecipazione azionaria. Dunque la peculiarità di tali strumenti finanziari si apprezzerebbe sotto il profilo del contenuto, che dovrebbe comprendere qualche diritto patrimoniale che può essere riconosciuto solo agli azionisti (e non agli obbligazionisti), oppure qualche diritto amministrativo. In altre parole, o i diritti patrimoniali incorporati negli strumenti finanziari di cui all'art. 2346, comma 6, hanno natura "partecipativa" (ad es. hanno ad oggetto una quota degli utili), e allora i diritti amministrativi potrebbero mancare; oppure, se i diritti patrimoniali non hanno natura "partecipativa" (ad es. hanno ad oggetto la restituzione del capitale e la corresponsione di interessi), dovrebbero essere attribuiti anche uno o più diritti amministrativi⁴⁰.

In questa prospettiva, gli strumenti finanziari in questione sarebbero partecipativi nel senso che partecipano al contratto sociale, in quanto incorporano diritti che da esso derivano e che incidono su detto contratto e sulla situazione soggettiva dei soci, e questo li distinguerebbe dagli strumenti finanziari di cui all'art. 2411, comma 3, c.c., che invece sarebbero privi di diritti "partecipativi", sia di natura patrimoniale che di natura amministrativa⁴¹.

In conclusione, la distinzione degli strumenti finanziari partecipativi rispetto alle azioni starebbe solo nel fatto che i primi non esprimono una partecipazione al capitale sociale (e ciò spiega anche l'ulteriore differenza costituita dal fatto che possono essere emessi a fronte di apporti di qualsivoglia genere); sotto il profilo del contenuto invece non sarebbe dato riscontrare a priori alcuna differenza tra le due fattispecie, poiché gli strumenti finanziari possono attribuire tutti i diritti patrimoniali o amministrativi che possono essere incorporati nei titoli azionari, sia in quelli ordinari, sia in quelli appartenenti a categorie speciali che conferiscono «diritti diversi» ex art. 2348, comma 2⁴².

La differenza rispetto alle obbligazioni e agli strumenti finanziari equiparati alle

⁴⁰ NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 67; SALAFIA, *Titoli di partecipazione e di debito*, in *Le società 2004*, p. 282, sembra ritenere che l'elemento che caratterizza gli strumenti finanziari in questione rispetto alle obbligazioni sia l'attribuzione di diritti amministrativi che consentono di partecipare alla vita sociale; sostanzialmente in posizione analoga LAMANDINI, *op. cit.*, p. 533 s.

⁴¹ NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 66 e 73.

⁴² Cfr. anche MAFFEI ALBERTI, *Considerazioni introduttive*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova 2004, p. 245; PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1274.

obbligazioni dall'art. 2411, co. 3, invece, si apprezzerrebbe innanzi tutto dal punto di vista dell'apporto conferito dai sottoscrittori, che nel caso di strumenti finanziari partecipativi può anche essere diverso dal denaro (ma comunque, come per le obbligazioni, non è imputabile al capitale della società), e in secondo luogo dal punto di vista del contenuto, che per gli strumenti finanziari dovrebbe comprendere qualche diritto patrimoniale che può essere riconosciuto solo agli azionisti (e non agli obbligazionisti), oppure qualche diritto amministrativo (del quale gli obbligazionisti sono sempre privi).

Secondo una terza tesi, la caratteristica degli strumenti finanziari partecipativi consisterebbe nell'attribuzione di diritti amministrativi (diritti che tra l'altro vengono per l'appunto denominati "partecipativi" nell'art. 2427, comma 1, n. 19, c.c.), e pertanto la "partecipazione" sarebbe riferita all'organizzazione della società⁴³.

Muovendo da questo presupposto, la distinzione degli strumenti finanziari partecipativi rispetto alle azioni sta nel fatto che i primi non esprimono una partecipazione al capitale sociale; la differenza rispetto alle obbligazioni invece si apprezzerrebbe dal punto di vista del contenuto, che dovrebbe comprendere qualche diritto amministrativo, del quale gli obbligazionisti sono sempre privi. Quanto poi all'art. 2411, comma 3, c.c., esso si applicherebbe a tutti gli strumenti finanziari, sia quelli partecipativi (cioè dotati di diritti amministrativi) di cui all'art. 2346, comma 6, c.c., sia quelli non partecipativi (cioè privi di tali diritti), cosicché la disciplina delle obbligazioni si estenderebbe a tutti i titoli diversi dalle azioni⁴⁴.

Secondo un quarto orientamento, infine, gli strumenti finanziari partecipativi esprimerebbero sempre un credito pecuniario verso la società, e dunque dovrebbero essere annoverati in ogni caso tra i titoli di debito; sarebbero pertanto assai simili alle obbligazioni, al regime delle quali dovrebbero essere assoggettati ai sensi dell'art. 2411, co. 3, c.c., e dalle quali si differenzerebbero, a seconda del caso concreto, o perché sono emessi a fronte di un apporto non pecuniario, o perché attribuiscono anche diritti amministrativi, o per qualsivoglia altra particolarità che non sia dato riscontrare in un titolo

⁴³ FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di Montagnani, Milano 2004, p. 90; TOMBARI, *op. cit.*, p. 1094; ma v. le critiche mosse a questa tesi da COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, cit., p. 732, alle quali si può aggiungere una considerazione fondata sul testo dell'art. 2346, co. 6, che, riferendosi agli strumenti finanziari partecipativi (perché così indica il titolo della sezione V), dispone che essi sono muniti di diritti patrimoniali «o anche amministrativi», lasciando intendere così che ci possono essere strumenti finanziari partecipativi che non attribuiscono diritti amministrativi ma solo diritti patrimoniali.

obbligazionario. Conseguentemente, gli strumenti finanziari partecipativi di regola dovrebbero essere appostati in bilancio tra i debiti; qualora però il diritto del sottoscrittore al rimborso dipenda dall'andamento economico della società, in via eccezionale l'iscrizione in bilancio dovrebbe avvenire nel patrimonio netto *sub specie* di riserva indisponibile; infine se l'apporto del sottoscrittore è stato effettuato a fondo perduto, non troverebbe menzione nel passivo del bilancio⁴⁵.

Riepilogando le quattro tesi finora illustrate, gli strumenti finanziari partecipativi sarebbero caratterizzati secondo alcuni dal fatto che non potrebbero attribuire il diritto alla restituzione del capitale (neppure condizionato all'andamento economico della società), secondo altri dal fatto che sarebbero muniti di diritti patrimoniali o amministrativi "sociali", cioè propri dei soci, secondo altri ancora dal fatto che attribuirebbero necessariamente diritti amministrativi; secondo un'ultima opinione, infine, sarebbero titoli analoghi alle obbligazioni ma dotati di un qualche connotato peculiare che non si riscontra in queste ultime.

L'adesione all'una o all'altra delle tesi prospettate influisce anche sulla posizione da assumere in relazione al problema dell'individuazione delle cause che possono essere sottese al rapporto tra emittente e sottoscrittore. Gli strumenti finanziari in questione infatti si presentano neutri sotto questo profilo, cosicché l'apporto effettuato dal sottoscrittore può essere in astratto:

a) un apporto a titolo di mutuo, che la società si impegna a rimborsare. Questa causa però si può ammettere solo se non si aderisce alla prima delle tesi sopra prospettate, secondo la quale gli strumenti finanziari partecipativi non darebbero mai diritto alla restituzione del capitale. In presenza di una causa di mutuo, la differenza rispetto alle obbligazioni consisterebbe nell'attribuzione, ai sottoscrittori degli strumenti finanziari in questione, di diritti amministrativi (secondo la terza delle tesi ricordate) o anche di diritti patrimoniali tipicamente incorporati nei titoli azionari (come ritiene chi aderisce alla seconda delle tesi richiamate);

b) un apporto a titolo di associazione in partecipazione, a fronte del quale al sottoscrittore vengono attribuiti diritti amministrativi, anche di controllo, nonché, sotto il profilo patrimoniale, il diritto alla restituzione dell'apporto alla scadenza pattuita (de-

⁴⁴ FERRI JR., *op. ult. cit.*, p. 75 ss.

⁴⁵ LIBONATI, *I «nuovi» strumenti finanziari partecipativi*, in *R. d. comm.* 2007, I, p. 6 ss. e p. 23 ss.

dotte eventualmente le perdite, ai sensi dell'art. 2553 c.c.) e il diritto di partecipare agli utili della società o di un settore della stessa o di un determinato affare⁴⁶;

c) un apporto a titolo di cointeressenza agli utili, senza partecipazione alle perdite, ai sensi dell'art. 2554, comma 1, c.c., prima parte;

d) un apporto a fondo perduto effettuato in via definitiva senza obbligo di restituzione (apporto di "quasi capitale")⁴⁷.

Si è ritenuto altresì che gli strumenti finanziari di cui ci stiamo occupando possano essere emessi anche senza il corrispettivo di un determinato apporto, implicando la partecipazione agli utili e alle perdite della società, ai sensi dell'art. 2554, comma 1, c.c., seconda parte⁴⁸: tale fattispecie incontra però un ostacolo, ancorché forse non insuperabile, nella lettera dell'art. 2346, ultimo comma, c.c., che consente l'emissione degli strumenti finanziari in questione «a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi».

Quello che rileva ai fini della presente trattazione, e in particolare al fine di ricostruire la disciplina dell'usufrutto sugli strumenti finanziari in questione, è analizzare quali diritti possono essere incorporati in siffatti strumenti. Si tratta di diritti a contenuto patrimoniale o amministrativo, che la società può definire liberamente.

Quanto al contenuto patrimoniale, esso può consistere nel diritto a conseguire una quota degli utili complessivi della società⁴⁹, una quota degli utili derivanti da una determinata attività, una remunerazione fissa o indicizzata, la restituzione totale o parziale del capitale (a meno che si accolga la prima delle tesi sopra illustrate, per la quale gli strumenti finanziari partecipativi sarebbero sempre titoli di rischio e non darebbero

⁴⁶ Peraltro secondo MAGLIULO, *op. cit.*, p. 33 s., la causa del rapporto sottostante all'emissione di strumenti finanziari non potrebbe in alcun caso coincidere con quella dell'associazione in partecipazione, poiché il predetto rapporto determina sempre un'incidenza nell'organizzazione societaria che nell'associazione in partecipazione manca; pertanto le norme che regolano quest'ultimo contratto non potrebbero trovare applicazione in via diretta ma soltanto per analogia.

⁴⁷ NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 53 ss., il quale aggiunge che resta «aperta la porta a qualsiasi ulteriore combinazione di cause tipiche oppure a cause del tutto atipiche, per quanto non sia facile immaginarne in astratto i possibili connotati»; CAVALLO BORGIA, *op. cit.*, p. 59.

⁴⁸ NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 54 s.; *contra* GALGANO-GENGHINI, *op. cit.*, p. 240 s.

⁴⁹ *Contra* GALGANO-GENGHINI, *op. cit.*, p. 258 ss., secondo i quali i diritti patrimoniali incorporabili negli strumenti finanziari partecipativi non potrebbero comprendere la partecipazione alla distribuzione degli utili.

Secondo MAGLIULO, *op. cit.*, p. 51, è possibile prevedere che la distribuzione di utili ai sottoscrittori degli strumenti finanziari in questione sia obbligatoria, con la conseguenza che il relativo diritto nascerebbe au-

mai diritto alla restituzione del capitale), la partecipazione alla distribuzione di eccedenze patrimoniali sia durante la vita della società che in sede di liquidazione, la corrispondenza delle plusvalenze maturate rispetto ai valori apportati, la prestazione di servizi da parte della società o, ancora, qualsivoglia forma di remunerazione (garantita o aleatoria) dell'investimento o comunque di "ritorno economico" dell'apporto effettuato in favore della società⁵⁰.

Quanto ai diritti amministrativi che possono essere incorporati negli strumenti finanziari emessi *ex art. 2346, ult. co., c.c.*, è naturale che per la loro determinazione si prendano come punto di riferimento i diritti amministrativi che la legge riconosce agli azionisti, ma si deve ritenere che possano anche essere attribuiti diritti diversi⁵¹. Tra i diritti che possono venire in rilievo si annoverano soprattutto diritti di informazione e di controllo, da esercitare individualmente o attraverso il rappresentante comune della categoria, quali ad esempio il diritto di ispezionare libri e documenti sociali, il diritto di ricevere periodicamente dagli amministratori notizie e relazioni sull'andamento della società, il diritto di assistere alle assemblee ed eventualmente di intervenire, il diritto di assistere alle riunioni del consiglio di amministrazione ed eventualmente di intervenire; si potrebbe immaginare anche il diritto di esprimere, attraverso l'assemblea di categoria, un parere sugli argomenti all'ordine del giorno dell'assemblea dei soci⁵². Forse può essere riconosciuto anche il diritto di impugnare le delibere del consiglio di amministrazione, mentre è dubbia la possibilità di attribuire il diritto di impugnare le deliberazioni

automaticamente con l'approvazione del bilancio dal quale risultino gli utili stessi, senza che sia necessaria un'ulteriore deliberazione che ne disponga la distribuzione.

⁵⁰ NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 66 s.; MAGLIULO, *op. cit.*, p. 50 ss.; LOLLI, *op. cit.*, p. 201 s., rileva che, nel caso in cui l'apporto del sottoscrittore consista in una prestazione d'opera o di servizi, innanzi tutto dovrebbe trovare applicazione l'art. 2345, comma 1, seconda proposizione, c.c., il quale prevede che «Nella determinazione del compenso devono essere osservate le norme applicabili ai rapporti aventi per oggetto le stesse prestazioni», e in secondo luogo non si potrebbero cumulare la remunerazione dell'opera o dei servizi e la partecipazione agli utili da un lato con la capitalizzazione del servizio reso dall'altro, perché ciò si tradurrebbe in un'inammissibile duplicazione del corrispettivo.

⁵¹ Così anche M. CIAN, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Abbadessa e Portale, 1, Torino 2007, p. 743 ss., il quale peraltro precisa che la libertà di cui la società gode nella determinazione del contenuto dei diritti amministrativi non vale per il diritto di voto e per il diritto di nomina di componenti "indipendenti" dell'organo amministrativo o di controllo – dei quali accenneremo tra breve nel testo –, che non potrebbero esplicitarsi in forme e livelli diversi da quelli propri degli azionisti. Ma in dottrina si registrano anche interpretazioni restrittive, per le quali gli strumenti finanziari partecipativi non potrebbero attribuire diritti amministrativi diversi o maggiori di quelli riconosciuti ai soci (LIBONATI, *I «nuovi» strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 19 s.), o addirittura potrebbero conferire solo diritti di controllo (GALGANO-GENGHINI, *op. cit.*, p. 258 ss.).

⁵² M. CIAN, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, cit., p. 743 ss.

dell'assemblea viziata da annullabilità⁵³, il diritto di denuncia al collegio sindacale ex art. 2408 c.c. e al tribunale ex art. 2409 c.c., nonché il diritto di chiedere la convocazione dell'assemblea⁵⁴.

Siamo portati a ritenere che i titolari degli strumenti finanziari in questione siano altresì legittimati a esperire l'azione ex art. 2497 c.c. nei confronti della società o dell'ente che, nell'esercizio di attività di direzione e coordinamento, abbia violato i principi di corretta gestione sociale e imprenditoriale della società emittente, qualora a tale violazione sia derivato un pregiudizio per i diritti patrimoniali incorporati negli strumenti medesimi⁵⁵.

A quelli appena elencati si devono aggiungere poi i diritti amministrativi previsti dall'ultimo comma dell'art. 2351 c.c., cioè il diritto di voto su argomenti specificamente indicati (con esclusione del voto nell'assemblea generale degli azionisti, espressamente vietato dall'art. 2346, comma 6)⁵⁶ e il diritto alla nomina di un componente indipenden-

⁵³ MAGLIULO, *op. cit.*, p. 54 ss.; LIBONATI, *I «nuovi» strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 20.

⁵⁴ LOLLÌ, *op. cit.*, p. 212; MAGLIULO, *op. cit.*, p. 63.

⁵⁵ La disposizione infatti riconosce tale legittimazione, oltre che ai soci, anche ai creditori sociali, tra i quali si possono annoverare anche i titolari degli strumenti finanziari partecipativi, indipendentemente dal fatto che essi abbiano o non abbiano il diritto alla restituzione dell'apporto fornito. Questi ultimi potranno esperire l'azione in esame non solo allorché il cattivo esercizio dell'attività di direzione e coordinamento abbia portato ad una lesione dell'integrità del patrimonio della società, ma anche, se si tratta di strumenti che attribuiscono una partecipazione agli utili o alla forma di remunerazione non fissa ma legata all'andamento della società, allorché la predetta attività abbia pregiudicato la possibilità di realizzare utili.

⁵⁶ È stato sottolineato che l'individuazione delle materie sulle quali attribuire il diritto di voto ai possessori di strumenti finanziari partecipativi è libera, purché non determini un coinvolgimento diffuso di questi ultimi nei lavori e nelle decisioni dell'assemblea (M. CIAN, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, cit., pp. 748 s. e 750).

Quanto alle concrete modalità in cui può essere esercitato il diritto di voto su singole materie, che sia attribuito ai portatori di strumenti finanziari partecipativi, secondo una prima tesi dovrebbe essere espresso nell'assemblea degli azionisti (SALAFIA, *op. cit.*, p. 282 s.; DE ACUTIS, *op. cit.*, p. 264; MAGLIULO, *op. cit.*, p. 57 s.; PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1297; CAVALLO BORGIA, *La tipologia degli strumenti finanziari*, cit., p. 50, la quale rileva che questa è la soluzione adottata in tema di società cooperative dall'art. 2526, co. 2, c.c., e aggiunge che «altra possibile soluzione ... potrebbe essere quella di procedere ad una raccolta dei documenti contenenti le singole autonome manifestazioni del voto e pervenire così alla formazione della volontà collettiva»). Secondo altri invece dovrebbe essere esercitato nell'assemblea speciale di categoria, e pertanto non si potrebbe qualificare come diritto di voto in senso proprio, così come non può essere qualificato in questo modo il diritto di voto che spetta agli azionisti di risparmio e agli obbligazionisti nelle rispettive assemblee (NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 67 ss., che, riguardo all'art. 2526, co. 2, c.c., afferma che anche questa disposizione non sembra attribuire il diritto di voto in senso proprio; LIBONATI, *I «nuovi» strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 13 ss., il quale poi, a p. 21 s., esclude che il voto possa essere espresso con modalità diverse dalla riunione assembleare; MAFFEI ALBERTI, *Considerazioni introduttive*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, cit., p. 245; GALGANO-GENGHINI, *op. cit.*, p. 250 s.; LIBERTINI, *Riflessioni generali*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova 2004, p. 253; LAMANDINI, *op. cit.*, p.

te del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco⁵⁷.

Un discorso a parte merita la questione concernente la possibilità di attribuire ai possessori di siffatti strumenti finanziari il diritto di opzione per la sottoscrizione di azioni di nuova emissione o di altri strumenti finanziari partecipativi. Non ci sembra che sussistano ostacoli all'ammissibilità dell'opzione, non solo per la sottoscrizione di altri strumenti finanziari partecipativi, ma anche per la sottoscrizione di azioni, purché in quest'ultimo caso sussistano le condizioni per l'esclusione o la limitazione del diritto di opzione dei soci previste dall'art. 2441 c.c.⁵⁸. Del resto il nostro ordinamento conosce già fattispecie di titoli non azionari incorporanti il diritto di opzione per la sottoscrizione di azioni: si tratta delle già ricordate obbligazioni con diritto di opzione e obbligazioni con *warrant*.

In dottrina si è rilevato che gli strumenti finanziari in questione potrebbero attri-

536; ANNUNZIATA, *Nuovo diritto societario e modifiche alla disciplina dell'Opa obbligatoria*, cit., p. 803; LOLLI, *op. cit.*, p. 205 ss., per il quale il voto non potrebbe comunque riguardare l'approvazione del bilancio e la distribuzione di utili; FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 92 s., ove si sostiene inoltre che il voto dovrebbe essere limitato alle materie rientranti nella competenza dell'assemblea ordinaria; ma in contrario CAVALLO BORGIA, *La tipologia degli strumenti finanziari*, cit., p. 50, osserva da un lato che la specifica previsione dell'art. 2351 risulterebbe ultronea se servisse solo a legittimare un ampliamento delle competenze dell'assemblea speciale, per il quale sarebbe sufficiente una previsione statutaria *ad hoc*, dall'altro che la medesima disposizione è collocata in un articolo che tratta del voto in un'assemblea che è sicuramente quella generale). Una terza tesi, infine, ammette entrambe le soluzioni, aggiungendo la possibilità di impiegare il meccanismo delle assemblee separate previsto per le cooperative, e demandando all'autonomia statutaria la scelta tra queste opzioni (M. CIAN, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, cit., p. 751).

L'art. 2351, ult. co., c.c. a differenza di quanto fa l'art. 2526 c.c. per gli strumenti finanziari emessi dalle società cooperative, non fissa una soglia massima al numero di voti attribuibili ai possessori di strumenti finanziari partecipativi: nel silenzio della legge, si è ritenuto che tale numero debba restare al di sotto di quello complessivamente spettante ai soci e in più, se necessario, al di sotto di quello sufficiente ad attribuire un formale potere di blocco ai titolari degli strumenti finanziari in questione (M. CIAN, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, cit., p. 748).

⁵⁷ Secondo alcuni, qualora sussista una pluralità di categorie di strumenti finanziari partecipativi, comunque non potrebbe essere più di uno l'amministratore o il componente dell'organo di controllo designabile dal complesso dei possessori di tali strumenti (M. CIAN, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, cit., p. 749 e 751 ss.); altri invece ritengono possibile anche la nomina di un componente per ciascuna categoria (PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1299).

⁵⁸ Tuttavia in dottrina v'è chi nega la possibilità di attribuire ai titolari di strumenti finanziari partecipativi il diritto di opzione per la sottoscrizione di azioni, poiché altrimenti si comprimerebbe il diritto di opzione spettante ai soci, in violazione dell'art. 2441 c.c. e dell'art. 29 della direttiva 13 dicembre 1976, n. 77/91, c.d. seconda direttiva in materia societaria (NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 85; MAGLIULO, *op. cit.*, p. 64 s.), e chi addirittura si dice propenso a non riconoscere nemmeno la possibilità di attribuire il diritto di opzione per la sottoscrizione di altri strumenti finanziari partecipativi (COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, cit., p. 733 s.).

buire anche il diritto di conversione in altri strumenti finanziari o in azioni⁵⁹.

Infine taluno ha prospettato la possibilità di riconoscere ai sottoscrittori degli strumenti finanziari partecipativi il diritto di recesso, esercitando il quale si provvederà al rimborso anticipato dell'apporto capitalizzato, attingendo alla relativa posta del patrimonio netto⁶⁰.

Secondo parte della dottrina, dall'espressione di cui si avvale la disposizione «o anche diritti amministrativi» si dovrebbe dedurre il carattere di relatività o accidentalità di questi diritti rispetto ai diritti patrimoniali, i quali, al contrario, dovranno essere necessariamente previsti ed assegnati ai possessori di tali strumenti, poiché riflettono la natura e la causa dell'operazione economica sottostante all'emissione⁶¹. Altra dottrina invece ritiene che l'espressione «o anche» debba essere letta nel senso di attribuire un'ampia possibilità di scelta alla società emittente, che può decidere di emettere strumenti finanziari incorporanti solo diritti patrimoniali, o solo diritti amministrativi, o diritti di entrambi i tipi⁶².

L'art. 2376 c.c. stabilisce che i possessori di strumenti finanziari «che conferiscono diritti amministrativi» si riuniscono in un'assemblea speciale al fine di tutelare i loro interessi nei confronti di deliberazioni assunte dall'assemblea della società emittente che possano risultare lesive dei loro diritti o interferenti sugli stessi. La lettera della disposizione è chiara nell'escludere questa forma di organizzazione ai possessori di strumenti finanziari che attribuiscono solo diritti patrimoniali. Tuttavia questa differenza di trattamento sarebbe priva di razionale giustificazione, tanto più se si considera che anche gli obbligazionisti, che non dispongono affatto di diritti amministrativi, sono organizzati in assemblea. Pertanto è necessario superare in via interpretativa il dato lette-

⁵⁹ MAGLIULO, *op. cit.*, p. 70 s., il quale precisa però che il diritto di chiedere la conversione in azioni può essere attribuito solo alle seguenti condizioni: 1) che gli strumenti finanziari siano offerti in opzione agli azionisti, alla stregua di quanto previsto per le obbligazioni convertibili, oppure che sia rispettato il disposto dell'art. 2411, ult. co., c.c., se si tratta di strumenti riservati ai lavoratori; 2) che si applichi in via analogica l'art. 2420 *bis* c.c.; 3) che, se si tratta di strumenti emessi a fronte di un apporto d'opera o di servizi, l'apporto sia stato patrimonializzato e la prestazione sia stata eseguita.

⁶⁰ MAGLIULO, *op. cit.*, p. 65 s.

⁶¹ CAVALLO BORGIA, *La tipologia degli strumenti finanziari*, cit., p. 48 s.; NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 66; GALGANO-GENGHINI, *op. cit.*, p. 248. Secondo MAGLIULO, *op. cit.*, p. 49 s., l'attribuzione di soli diritti amministrativi, per quanto insolita, potrebbe talvolta rivelarsi utile nella pratica, ad esempio se il sottoscrittore è legato alla società da intensi rapporti contrattuali per preservare i quali ha interesse ad evitare la *mala gestio* della società; ad ogni modo, secondo l'autore, il dato normativo attuale consente di attribuire i diritti amministrativi solo congiuntamente a quelli patrimoniali.

rale estendendo la disposizione a tutti i possessori di strumenti finanziari per i quali la legge non preveda già delle particolari forme di organizzazione (come avviene ad esempio per gli strumenti di cui all'art. 2447 *ter*, comma 1, lett. *e*, dei quali diremo tra breve)⁶³.

Sempre per quanto riguarda l'organizzazione dei possessori di strumenti finanziari partecipativi, la legge non fa menzione della possibilità di nominare un rappresentante comune (che invece è espressamente prevista per i possessori di strumenti finanziari di partecipazione a un patrimonio destinato a uno specifico affare e per i possessori di strumenti finanziari privi di diritto di voto emessi da società cooperative, oltre che per gli obbligazionisti): anche sotto questo profilo, però, sembra possibile colmare la lacuna normativa ricorrendo all'analogia⁶⁴.

L'art. 2346, comma 6, stabilisce che lo statuto può prevedere sanzioni per il sottoscrittore di strumenti finanziari che non adempia le prestazioni cui si è obbligato verso la società: tra le sanzioni possibili si possono immaginare penali, la sospensione dei diritti del sottoscrittore, un procedimento di esclusione analogo a quello previsto dall'art. 2344 per gli azionisti⁶⁵.

La scelta in merito alla trasferibilità o alla (totale o limitata) intrasferibilità degli strumenti finanziari in questione, nonché in merito all'eventuale regime di circolazione, è rimessa allo statuto o all'assemblea straordinaria⁶⁶.

Quanto alla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari siffatti, la circostanza che l'art. 2346, comma 6, ne demandi allo statuto la disciplina induce a

⁶² CORSI, *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giur. comm.* 2003, I, p. 415.

⁶³ Cfr. CAVALLO BORGIA, *op. ult. cit.*, p. 49, che fa salva una diversa disposizione statutaria che individui diversi specifici mezzi di difesa; PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1278; NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 86 s., il quale precisa che l'art. 2376 si applica solo se gli strumenti in questione sono emessi in massa, poiché può aversi anche un'emissione individuale. Invece secondo MAGLIULO, *op. cit.*, p. 72 ss., la lettera dell'art. 2376 sarebbe insuperabile, cosicché la società potrebbe adottare deliberazioni assembleari lesive dei diritti dei sottoscrittori di strumenti finanziari privi di diritti amministrativi, senza che si renda necessaria l'approvazione da parte di questi ultimi, purché ciò sia oggettivamente giustificato sulla base del prudente apprezzamento della società e nel rispetto del principio di buona fede.

⁶⁴ *Contra* M. CIAN, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, cit., p. 756 ss., che si interroga altresì sulla possibilità di ricorrere agli strumenti di tutela previsti in una pluralità di fattispecie per i creditori della società; PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1278 s. MAGLIULO, *op. cit.*, p. 62, afferma che la possibilità di nominare un rappresentante comune può essere prevista dallo statuto.

⁶⁵ MAGLIULO, *op. cit.*, p. 66.

ritenere che essa spetti all'assemblea straordinaria, che per l'appunto è competente a modificare lo statuto⁶⁷; tuttavia taluno ammette che lo statuto o l'assemblea straordinaria si possano limitare a dettare la disciplina degli strumenti in questione, affidando poi all'organo gestorio la decisione sull'*an*, sul *quando* e sul *quantum* dell'emissione (entro limiti predeterminati)⁶⁸. Al contrario un diverso orientamento riconosce senz'altro la competenza all'emissione in capo agli amministratori⁶⁹, ma si registrano anche posizioni intermedie⁷⁰ o addirittura scettiche sulla possibilità di individuare in via interpretativa l'organo competente all'emissione⁷¹. Quanto invece agli eventuali limiti che dovrebbero essere osservati in sede di emissione, la legge nulla dice⁷².

Le medesime considerazioni che abbiamo appena svolto con riguardo agli strumenti finanziari emessi ai sensi dell'art. 2346, ult. co., c.c., valgono anche per gli strumenti finanziari emessi dalla società in favore dei prestatori di lavoro dipendenti della stessa o di società controllate, *ex art.* 2349, comma 2, c.c., cioè quegli strumenti finanziari «diversi dalle azioni, forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti». Come si evince dalla stessa formulazione letterale della disposizione, che appare analoga a quella dell'art. 2346, ult. co., citata poc'anzi, si tratta di strumenti che, dal punto di vista del contenuto, hanno gli stessi connotati essenziali di quelli di cui abbiamo precedentemente trattato, rispetto ai

⁶⁶ NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 82; SALAFIA, *op. cit.*, p. 282, aggiunge che, se il titolare dello strumento è tenuto a particolari prestazioni nei confronti della società, il trasferimento sarà subordinato in ogni caso al preventivo assenso della società.

⁶⁷ FICO, *Il finanziamento delle società di capitali*, Milano 2005, p. 112; MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Tratt. Colombo-Portale*, 1***, Torino 2004, p. 278; CAVALLO BORGIA, *La tipologia degli strumenti finanziari*, cit., p. 51 s.

⁶⁸ NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 78 s.; LOLLI, *op. cit.*, p. 197 s.

⁶⁹ DE ACUTIS, *op. cit.*, p. 261, il quale fa leva sia sulla circostanza che la legge attribuisce agli amministratori la competenza ad emettere gli altri strumenti diversi dalle azioni, quali le obbligazioni e gli strumenti finanziari partecipativi di patrimoni destinati, sia sull'osservazione che la riforma ha stabilito in modo specifico le attribuzioni dell'assemblea, demandando per contro agli amministratori il generale potere di gestione, sicché in mancanza di una diversa indicazione la competenza in questione deve essere riconosciuta all'organo gestorio; v. anche MAGLIULO, *op. cit.*, p. 47; PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1276; ANNUNZIATA, *Nuovo diritto societario e modifiche alla disciplina dell'Opa obbligatoria*, cit., p. 802 nota 26.

⁷⁰ V. LAMANDINI, *op. cit.*, p. 536, secondo il quale se si tratta di titoli "di quasi capitale", cioè che non danno diritto alla restituzione dell'apporto (se non eventualmente in sede di liquidazione), si dovrebbe applicare in via analogica la disciplina prevista per le obbligazioni convertibili, mentre se si tratta di titoli di debito la competenza all'emissione spetterebbe agli amministratori o comunque potrebbe essere attribuita agli stessi dallo statuto anche in difformità rispetto alla disciplina imperativa prevista per l'emissione di obbligazioni convertibili.

⁷¹ GALGANO-GENGHINI, *op. cit.*, p. 247.

quali dunque possono essere considerati una *species*. Tali strumenti si differenziano però da quelli di cui all'art. 2346, ultimo comma, per il fatto che sono sottoscritti senza uno specifico apporto, sul mero presupposto della prestazione lavorativa del dipendente⁷³. Inoltre la competenza a deliberare l'emissione di strumenti siffatti è espressamente attribuita all'assemblea straordinaria, mentre per gli strumenti di cui all'art. 2346, co. 6, la legge nulla dispone⁷⁴.

Un'ulteriore differenza tra gli strumenti finanziari *ex art.* 2349, comma 2 e gli strumenti finanziari *ex art.* 2346, comma 6, si potrebbe ravvisare se si accedesse alla tesi, sostenuta da una parte della dottrina, per la quale i primi non potrebbero essere alienati o potrebbero esserlo solo a favore di altri dipendenti, in considerazione della loro funzione primaria, che è quella di garantire la fidelizzazione dei dipendenti e di incentivarne la produttività⁷⁵. Se questa tesi fosse accolta, probabilmente dovrebbe ritenersi preclusa non solo l'alienazione degli strumenti in questione (o quantomeno la loro alienazione a chi non è dipendente della società emittente o di società controllate dalla stessa), ma anche la costituzione di usufrutto sugli stessi. La tesi però appare contrastare con la lettera della disposizione normativa, la quale stabilisce che «possono essere previste norme particolari riguardo (...) alla possibilità di trasferimento».

Infine non appare significativa la circostanza che per gli strumenti di cui all'art. 2349, comma 2, la legge fa riferimento «alle eventuali cause di decadenza o riscatto», mentre per gli strumenti finanziari di cui all'art. 2346, comma 6, parla di «sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni», con una dicitura che appare più generica per quanto riguarda le sanzioni (che non vengono determinate, mentre nell'altra disposizio-

⁷² Secondo CAVALLO BORGIA, *La tipologia degli strumenti finanziari*, cit., p. 60, per la disciplina di tale profilo sarà necessario guardare allo statuto; più articolata la posizione di NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 78 ss.

⁷³ SALAFIA, *op. cit.*, p. 282; NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 52 s., CAVALLO BORGIA, *op. ult. cit.*, p. 59, che parla in proposito di una causa di liberalità; MAGLIULO, *op. cit.*, p. 46; LOLLI, *op. cit.*, p. 215. PISANI MASSA-MORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1281 s., precisa che, in mancanza di un apporto dei sottoscrittori, l'emissione degli strumenti finanziari in esame deve avvenire mediante l'utilizzazione di utili o di riserve disponibili, analogamente a quanto previsto per l'emissione di azioni a favore dei dipendenti ai sensi del 1° comma dell'art. 2349.

⁷⁴ MAGLIULO, *op. cit.*, p. 47 ss., essendo convinto che la decisione di emettere gli strumenti finanziari *ex art.* 2346, co. 6, possa essere assunta dall'organo amministrativo, è critico verso la diversa scelta operata dal legislatore per gli strumenti finanziari *ex art.* 2349, co. 2; secondo LOLLI, *op. cit.*, p. 215, in presenza di una disposizione statutaria che prevede l'emissione di strumenti finanziari *ex art.* 2349, co. 2, è sufficiente una deliberazione dell'assemblea ordinaria che accerti la presenza di utili e ne disponga la distribuzione ai lavoratori sotto la forma degli strumenti finanziari in questione.

⁷⁵ SALAFIA, *op. cit.*, p. 283, secondo il quale in questo caso l'intrasferibilità dipenderebbe da un difetto di astrattezza, perché nei titoli non sarebbero incorporati solo diritti ma anche i rapporti che li producono.

ne si fa riferimento espresso alla decadenza e al riscatto), ma si presenta più specifica per quanto riguarda il presupposto per la loro irrogazione (l'inadempimento delle prestazioni, mentre l'altra disposizione fa riferimento a eventuali cause non meglio determinate).

Qualche incertezza si presenta invece per la classificazione degli strumenti finanziari previsti dall'art. 2447 *ter*, comma 1, lett. *e*), c.c., che possono essere emessi in relazione alla costituzione di un patrimonio destinato a uno specifico affare e che attribuiscono il diritto di partecipare ai proventi dell'affare stesso. Secondo la dottrina tali titoli non potrebbero essere dotati di diritti patrimoniali o amministrativi "sociali", ma potrebbero partecipare soltanto, in vario modo e a vario titolo, all'andamento e al risultato dello specifico affare⁷⁶. La generica formulazione della disposizione sembra consentire che la causa della partecipazione all'affare e la relativa remunerazione spettante al possessore dei titoli possano essere i più vari; naturalmente si tratta di titoli che non sono emessi a fronte di un conferimento e che pertanto non esprimono una partecipazione al capitale sociale, presentando in ciò un'analogia con i titoli di cui all'art. 2346, ult. co. e all'art. 2349, co. 2, dei quali abbiamo parlato in precedenza⁷⁷. Sembra che si possa trattare sia di titoli di rischio, cioè che non garantiscono la restituzione dell'apporto, sia di titoli di debito⁷⁸.

I possessori di titoli siffatti dispongono di un'organizzazione del tutto analoga a quella prevista per gli obbligazionisti: infatti l'art. 2447 *octies* prevede un'assemblea speciale, della quale indica dettagliatamente le competenze, che peraltro coincidono sostanzialmente con quelle dell'assemblea speciale degli obbligazionisti stabilite dall'art. 2415, comma 1, differenziandosi da esse per l'aggiunta della competenza a deliberare l'esercizio di un'azione di responsabilità nei confronti del rappresentante comune della categoria, che abbia contravvenuto ai propri obblighi arrecando danno agli appartenenti alla categoria medesima⁷⁹, nonché della competenza a deliberare sulle controversie con

⁷⁶ CAVALLO BORGIA, *La tipologia degli strumenti finanziari*, cit., p. 53; NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 77.

⁷⁷ Invece secondo NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 76 s., l'emissione di tali strumenti avviene sulla base di un rapporto qualificabile come associazione in partecipazione, dietro un apporto che deve essere compatibile con lo schema di questo contratto.

⁷⁸ ABRIANI, *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *R. d. comm.* 2002, I, p. 152; MAGLIULO, *op. cit.*, p. 44.

⁷⁹ CAVALLO BORGIA, *op. ult. cit.*, p. 54, ritiene che la possibilità di esperire tale azione si raccordi con l'importante funzione di controllo che viene attribuita al rappresentante comune, consistente nel verificare

la società e sulle relative transazioni e rinunce. Lo stesso articolo poi rinvia agli artt. da 2415 (tranne il 1° comma) a 2419 riguardanti le obbligazioni, per la disciplina sia del funzionamento della citata assemblea speciale, sia della nomina, degli obblighi e dei poteri del rappresentante comune (che dovrà svolgere una «funzione di controllo sull'andamento dello specifico affare»: art. 2447 *octies*, comma 1, n. 1⁸⁰), sia infine delle azioni individuali dei singoli appartenenti alla categoria.

Appare sicuro che i titoli in questione possono essere titoli di massa destinati alla circolazione, come si può ricavare dall'art. 2447 *sexies*, 2^a proposizione, che impone alla società di tenere un libro di tali strumenti finanziari nel quale devono essere indicati tra l'altro «i trasferimenti e i vincoli ad essi relativi»⁸¹.

La sistemazione si presenta ancora più difficile con riguardo agli strumenti finanziari che possono essere emessi dalle società cooperative sia in forma azionaria che strutturate alla stregua di società a responsabilità limitata, ai sensi dell'art. 2526 c.c.

Quanto agli strumenti finanziari emessi dalle cooperative per azioni, essi si caratterizzano per l'attribuzione al sottoscrittore della qualità di socio. Più precisamente, il sottoscrittore di siffatti strumenti acquista la qualifica di socio finanziatore (come indica tra l'altro la rubrica dell'articolo in questione), poiché non ha diritto di avvalersi dello scambio mutualistico come i soci cooperatori, ma partecipa comunque al capitale sociale. Dunque gli strumenti in questione sono titoli partecipativi, nel significato tradizionale di titoli che esprimono una partecipazione al capitale sociale; essi possono incorporare diritti patrimoniali o anche amministrativi⁸², compreso persino il diritto di voto, purché i voti complessivamente spettanti ai sottoscrittori di tali strumenti non superino un terzo dei voti spettanti all'insieme dei soci presenti o rappresentati in assemblea, all'evidente scopo di tutelare i soci cooperatori. Qualora i predetti strumenti non comprendano il diritto di voto, i sottoscrittori saranno tutelati mediante un'assemblea spe-

il regolare andamento dello specifico affare, vigilando sull'attività svolta anche sotto il profilo economico.

⁸⁰ Funzione che dovrà comportare l'esercizio di poteri penetranti, quali ad esempio quelli di ispezionare i libri di cui all'art. 2447 *sexies*, di chiedere di informazioni, di presentare denuncia al collegio sindacale (PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1287).

⁸¹ Secondo NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 77, lo sarebbero sempre.

⁸² CAVALLO BORGIA, *op. ult. cit.*, p. 56, osserva che alla presenza di diritti amministrativi sembrano doversi collegare gli eventuali limiti che lo statuto può imporre alla circolazione dei titoli in esame.

ziale⁸³.

V'è peraltro chi afferma che le cooperative azionarie possano emettere anche titoli, dotati di diritti patrimoniali o anche amministrativi, che non esprimono una partecipazione al capitale, analoghi a quelli previsti per le società per azioni dall'art. 2346, ult. co., e dall'art. 2349, 2° co, c.c.⁸⁴.

Quanto agli strumenti finanziari emessi dalle società cooperative a responsabilità limitata, essi non possono attribuire diritti di amministrazione e quindi possono incorporare esclusivamente diritti di carattere patrimoniale. Peraltro sembrano rivestire una minore importanza ai fini della presente trattazione, per il fatto che possono essere offerti in sottoscrizione solo a investitori qualificati: infatti è evidentemente improbabile che un investitore qualificato che sottoscriva titoli siffatti costituisca poi sugli stessi un diritto di usufrutto. Il discorso è diverso se invece si ritiene possibile la successiva circolazione dei titoli presso il pubblico dei risparmiatori, nonostante l'art. 2526 manchi di una previsione analoga a quella posta dall'art. 2483 per i titoli di debito delle società a responsabilità limitata, secondo la quale, se i titoli vengono successivamente ceduti a soggetti diversi da investitori sottoposti a vigilanza prudenziale e che non sono soci, i predetti investitori garantiscono la solvenza della società emittente.

Ad ogni modo sorge l'interrogativo se i titoli in questione siano equiparabili ai titoli di debito delle società a responsabilità limitata, come indurrebbe a credere anche la rubrica dell'articolo che parla di «soci finanziatori e altri sottoscrittori di titoli di debito», oppure se debbano piuttosto considerarsi come titoli che esprimono una partecipazione al capitale, ancorché privi del diritto di voto⁸⁵.

A conclusione di questa breve panoramica sui principali titoli di credito, possia-

⁸³ CAVALLO BORGIA, *op. ult. cit.*, p. 56.

⁸⁴ LAMANDINI, *op. cit.*, p. 538 s.

⁸⁵ Per questa seconda soluzione propende CAVALLO BORGIA, *op. ult. cit.*, p. 57, che fonda il suo orientamento su tre considerazioni: in primo luogo osserva che l'ultimo comma dell'art. 2526 parla di "strumenti" e non di titoli di debito; in secondo luogo rileva che la medesima disposizione statuisce che possono essere attribuiti diritti patrimoniali (che dunque possono essere di qualsivoglia genere), mentre ai titoli di debito delle società a responsabilità limitata si correla soltanto il diritto alla restituzione della somma versata; infine sottolinea che con i titoli in oggetto è incompatibile la garanzia della solvenza nei confronti dei successivi acquirenti che non sono investitori qualificati né soci. La prima osservazione però non appare decisiva, alla luce delle considerazioni che abbiamo svolto in precedenza in ordine al rapporto tra la categoria degli strumenti finanziari e quella dei titoli di credito, alla luce delle quali possiamo dire che gli strumenti di cui all'art. 2526, ult. co, c.c. sono titoli di credito, e che i titoli di debito delle srl sono strumenti finanziari rientranti nella classe degli "altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali", di cui all'art. 1, comma 2, lett. b, d. lgs. n. 58 del 1998.

mo operare sin d'ora una *summa divisio* tra quelli che incorporano o possono incorporare anche diritti c.d. amministrativi e quelli che invece possono incorporare soltanto diritti a contenuto patrimoniale. La prima categoria comprende, oltre alle azioni, i titoli che possono essere emessi dalle società per azioni ai sensi degli artt. 2346, ultimo comma e dell'art. 2349, 2° comma, c.c., nonché i titoli che possono essere emessi dalle società cooperative per azioni ai sensi dell'art. 2526 c.c. La seconda categoria comprende invece tutti gli altri titoli che abbiamo menzionato.

Questa ripartizione gioverà quando, nella sezione seguente, cercheremo di ricostruire in modo unitario la disciplina dei titoli di credito, pur nella varietà del contenuto e delle leggi di circolazione dei medesimi, poiché individueremo due disposizioni normative (gli artt. 984 e 1000 c.c.) che fungono da parametri di riferimento per la regolamentazione dei diritti di carattere patrimoniale, e un'altra (l'art. 2352 c.c.) che svolge una funzione analoga con riguardo ai diritti diversi da quelli patrimoniali.

Per i titoli azionari si pone altresì l'interrogativo se all'acquisto del titolo possa collegarsi, oltre che l'acquisto di una posizione attiva, anche l'assunzione di una posizione passiva, di obbligo o di onere, legata al rapporto cartolare, come ad esempio l'obbligo di effettuare i conferimenti ancora dovuti o di eseguire prestazioni accessorie *ex art. 2345 c.c.*⁸⁶.

3. I titoli idonei a costituire oggetto di usufrutto.

Richiamati brevemente i principali titoli di credito e individuati i diritti che vi sono incorporati, appare necessario chiedersi quali di essi possano costituire oggetto di usufrutto. Occorre precisare che non intendiamo riferirci ad una possibilità *giuridica* che i titoli siano gravati da usufrutto, giacché per nessuno di quelli menzionati sembra sussistere una ragione che impedisca siffatta possibilità. Intendiamo riferirci piuttosto ad una possibilità *concreta*, dipendente dal fatto che i titoli si prestino a che l'usufrutto su di essi costituito assolva la sua funzione economico-sociale; in altre parole ciò che occorre chiedersi è quali titoli di credito, in considerazione della loro durata, della loro struttura e dei diritti che vi sono incorporati, si prestano ad essere concessi in usufrutto.

Al fine di rispondere all'interrogativo appena sollevato, ci pare opportuno pren-

⁸⁶ V. OPPO, *op. cit.*, p. 12.

dere come riferimento quanto scriveva il Venezian nelle prime pagine della sua monografia sull'usufrutto, laddove osservava che il diritto in questione «è applicabile soltanto a *beni di utilità ripetuta*, a quelli cioè per cui sia possibile di rinnovare in diversi punti di tempo la soddisfazione degli stessi, o di diversi bisogni. *Beni di utilità semplice*, beni dei quali si esaurisce in una sola volta l'attitudine al soddisfacimento di bisogni umani, non possono formare l'oggetto di un potere diverso dal diritto di proprietà: perché, o per esso diventerebbe inutile la proprietà; o, restando al proprietario la possibilità di ritrarne utilità, sarebbe esso potere privo di contenuto»⁸⁷. Questi ultimi beni possono costituire oggetto di un quasi usufrutto, che però, secondo la dottrina quasi unanime, è un diritto eterogeneo rispetto all'usufrutto, che si sostanzia in realtà in un diritto di proprietà cui si applicano le norme sull'usufrutto non incompatibili con la vicenda traslativa (così non vige alcun divieto di alienazione né di modificazione della destinazione economica della *res*, mentre si applicano le disposizioni sull'inventario e sulla garanzia)⁸⁸.

Sebbene il criterio esposto sia stato indicato dall'autorevole giurista avendo in mente le cose materiali, possiamo applicarlo alle diverse categorie di titoli di credito, per vedere quali di esse si prestino a costituire oggetto di usufrutto.

I tradizionali titoli di credito individuali, cioè le cambiali e gli assegni, si prestano poco a tal fine.

Gli assegni si presentano sostanzialmente come surrogati della moneta nelle operazioni di scambio, hanno una durata molto breve, circolano in modo assai limitato perché normalmente sono destinati ad essere presentati all'incasso da parte del primo prenditore (al più v'è una circolazione interbancaria, che però presenta connotati peculiari), e non producono frutti né premi di sorta.

Per quanto riguarda le cambiali, invece, il discorso è più complesso, perché esse possono avere una varietà di impieghi. Di solito le cambiali non sono emesse per consentire a un credito di circolare, ma per facilitare al creditore l'esercizio della sua pretesa, mettendogli a disposizione un titolo che è già esecutivo e che pertanto consente di risparmiare le spese e il tempo che sarebbero necessari per ottenere un titolo esecutivo giudiziale: dunque non rispondono ad un'esigenza di investimento di lungo periodo e

⁸⁷ VENEZIAN, *Dell'usufrutto*, I, cit., p. 3.

⁸⁸ V. riferimenti nel capitolo precedente, nota 50.

per tanto mal si prestano a costituire oggetto di usufrutto⁸⁹. Quanto alle cambiali destinate alla circolazione, occorre considerare che nella pratica spesso il primo prenditore, anziché mettere il titolo in circolazione, ne chiede lo sconto a una banca, cosicché la circolazione risulta limitata al solo trasferimento dal primo prenditore alla banca scontante. Anche questo titolo risponde dunque ad esigenze diverse da quelle di investimento a medio-lungo termine, e pertanto non è idoneo a costituire oggetto di usufrutto. Un discorso a parte meritano le cambiali finanziarie, benché non abbiano avuto grandissima diffusione: la loro emissione non assolve la funzione tradizionale di consentire la circolazione di un credito preesistente, ma serve ad ottenere un finanziamento a breve termine (da tre a dodici mesi) e determina la costituzione di un credito nuovo (del finanziatore nei confronti dell'emittente) che prima non esisteva⁹⁰.

Una parte della dottrina però sostiene una tesi diversa, poiché ritiene che nessun ostacolo si frapporterebbe alla costituzione dell'usufrutto anche su un titolo di breve durata incorporante un diritto che si esercita *uno actu*, cioè un titolo che incorpora la pretesa ad una prestazione che deve essere eseguita istantaneamente, con conseguente estinzione immediata del titolo stesso nel momento in cui il diritto viene esercitato⁹¹. Si precisa però che nell'ipotesi considerata, poiché l'usufruttuario sarebbe tenuto a restituire il titolo al debitore contestualmente all'esercizio del diritto cartolare, risulterebbe impossibile per lo stesso usufruttuario restituire il titolo al nudo proprietario al termine dell'usufrutto, con la conseguenza che il titolo si dovrebbe considerare come cosa consumabile e l'usufrutto su di esso assumerebbe la configurazione di un quasi usufrutto⁹².

⁸⁹ LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., p. 91.

⁹⁰ LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., p. 92 ss. Per queste considerazioni sulle diverse tipologie di titoli di credito e sulla funzione che ciascuna di esse riveste v. MARTORANO, *op. cit.*, p. 8 ss.

⁹¹ FIORENTINO, *Dei titoli di credito*, cit., *sub art.* 1997, p. 119 s.

⁹² MARTORANO, *op. cit.*, p. 703. Ragionando nell'ottica di un quasi usufrutto sul titolo di credito, l'autore si chiede in che modo debba essere applicata la disposizione del 2° comma dell'art. 995, secondo la quale, in mancanza di una stima delle *res*, «l'usufruttuario ha la scelta tra pagare le cose secondo il valore che hanno al tempo in cui finisce l'usufrutto o di restituirne altre della medesima quantità e qualità». Egli osserva che l'applicazione dell'alternativa concessa da questa disposizione dovrebbe comportare la possibilità di scelta, per l'usufruttuario, tra restituire la cifra riscossa secondo il suo valore nominale (che sarebbe l'equivalente della restituzione di altre cose della stessa quantità e qualità) e restituirla secondo il valore che ha al tempo della cessazione dell'usufrutto. Secondo l'autore questa seconda possibilità costituirebbe un vantaggio per l'usufruttuario, il quale restituirebbe la somma tarata del tasso di svalutazione, vantaggio che si aggiungerebbe a quello di non dovere restituire gli interessi maturati sulla somma dal momento della riscossione a quello della cessazione dell'usufrutto. Tuttavia ci sembra che non sia la possibilità di restituire la somma secondo il suo valore reale a costituire un ingiustificato vantaggio per l'usufruttuario, consentendogli di beneficiare della svalutazione monetaria, bensì quella di restituirla secondo il suo valore nominale. Poniamo ad esempio che il credito cartolare fosse di 20.000 €, che sia stato riscosso nel

La tesi, nonostante sia espressa da una dottrina autorevole, non appare persuasiva. Innanzitutto è opportuno precisare che l'espressione «titoli di breve durata incorporanti un diritto che si esercita *uno actu*» si riferisce a quei titoli che incorporano solo una pretesa a una somma capitale, senza menzionare il diritto a interessi, dividendi o altre utilità da riscuotere periodicamente. Fatta questa precisazione, osserviamo che la tesi illustrata si poggia sulla convinzione che l'usufruttuario possa esercitare da solo la pretesa cartolare incorporata nel titolo (pretesa che ha ad oggetto il pagamento di una somma capitale, come abbiamo detto), e che una volta esercitata tale pretesa possa e anzi debba restituire al debitore il titolo stesso, che così si "consumerebbe". Questa convinzione però non sembra corretta, poiché l'usufrutto sui titoli in questione comporta anche l'usufrutto sul credito pecuniario che vi è incorporato, con la conseguenza che deve trovare applicazione la disciplina dell'art. 1000 c.c., in forza della quale all'usufruttuario non compete in alcun modo la facoltà di esercitare la pretesa al pagamento del capitale, ma solo la facoltà di concorrere con il nudo proprietario nell'esercizio di tale pretesa. Alla luce di questa disciplina il pagamento da parte del debitore cartolare, e la contestuale restituzione del titolo al medesimo, non possono avvenire senza l'intervento del nudo proprietario del titolo (e titolare del credito cartolare). Pertanto non v'è modo di ravvisare una "consumazione" della *res* oggetto di usufrutto (nella specie, il titolo di credito) da parte dell'usufruttuario, e conseguentemente non sussistono i presupposti per l'applicazione del regime del quasi usufrutto.

Qualora si fosse ammesso che l'usufrutto su titoli incorporanti un diritto che si esercita *uno actu* (*rectius*, una pretesa avente ad oggetto solo una somma capitale e non comprendente anche interessi o altre utilità di carattere periodico) debba essere inquadrato all'interno della figura del quasi usufrutto, l'usufruttuario avrebbe potuto riscuotere il capitale e goderne fino alla cessazione dell'usufrutto, quando avrebbe dovuto restituirlo senza interessi. L'operazione economica che in questo modo si sarebbe realizzata avrebbe avuto, in buona sostanza, la medesima funzione di un mutuo senza interessi. Ma poiché, come abbiamo visto, deve essere negato che l'usufrutto su titoli incorporanti

2005, e che l'usufrutto è cessato nel 2010: se l'usufruttuario restituisse i 20.000 € secondo il loro valore reale al 2010, dovrebbe restituire tale somma rivalutata alla predetta data; se invece restituisse i 20.000 € secondo il loro valore nominale, non dovrebbe effettuare alcuna rivalutazione.

una pretesa avente ad oggetto solo una somma capitale costituisca un quasi usufrutto, è evidente che tale usufrutto può attribuire all'usufruttuario solo il diritto di concorrere alla riscossione del capitale e al suo reimpiego, nonché il diritto di usufrutto su ciò che sarà acquistato con tale reimpiego. L'operazione economica che si realizza in questo modo è alquanto intricata e soprattutto non risulta idonea ad assolvere alla funzione tipica dell'usufrutto – quella cioè di attribuire un reddito all'usufruttuario – se non in un tempo successivo e in modo eventuale, allorquando, riscosso il capitale, esso sarà reimpiegato nell'acquisto di altro bene o diritto.

Per queste ragioni è evidente che un usufrutto costituito su titoli incorporanti una pretesa avente ad oggetto solo una somma capitale non consente di conseguire lo scopo economico-sociale cui è tipicamente destinato l'usufrutto.

I titoli che si prestano maggiormente ad essere gravati da usufrutto sono quelli di durata, quali i titoli di debito inerenti a un rapporto di finanziamento (i titoli del debito pubblico, le obbligazioni, gli strumenti finanziari equiparati alle obbligazioni dall'art. 2411, comma 3, c.c., gli strumenti finanziari di partecipazione a uno specifico affare), le azioni, nonché gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, comma 6, c.c. (sempre che lo statuto o l'assemblea straordinaria ne sanciscano la trasferibilità), compresi quelli emessi a favore dei dipendenti (salvo che si acceda alla tesi contraria alla negoziabilità di questi ultimi). Ciò si spiega con il fatto che essi non attribuiscono il diritto a una prestazione da eseguirsi *uno actu*, il cui adempimento determina l'istantanea estinzione del titolo, ma conferiscono il diritto a prestazioni che devono essere eseguite periodicamente lungo un determinato arco di tempo. Pertanto tali titoli sono destinati a fornire un'utilità durevole, che consente di realizzare appieno la funzione economica dell'usufrutto, quella cioè di attribuire ad un soggetto il reddito che può essere generato da una cosa, con l'obbligo però di conservarne integra la destinazione economica e di restituirla all'estinguersi del diritto⁹³.

Naturalmente si deve trattare di titoli trasferibili, perché la costituzione dell'usufrutto dà luogo a un fenomeno successorio in senso lato, e più precisamente a

Ad ogni modo, questi ragionamenti sull'applicazione dell'art. 995, comma 2, c.c., all'usufrutto di titoli che incorporano solo una pretesa al capitale, perdono significato se si nega, come riteniamo corretto, che in un'ipotesi siffatta possa configurarsi un quasi usufrutto.

⁹³ MARTORANO, *op. cit.*, p. 703; secondo SALANDRA, *Manuale di diritto commerciale*, II, 2^a ediz., Milano 1959, p. 224, l'usufrutto potrebbe riguardare soltanto titoli di lunga durata.

una c.d. successione costitutiva. Con riguardo ai titoli azionari, la giurisprudenza ha opportunamente chiarito che se lo statuto contiene una clausola di prelazione, quest'ultima, in mancanza di specificazioni che ne restringano la portata, si estende anche agli atti di costituzione dell'usufrutto⁹⁴; conseguentemente in presenza di una clausola siffatta è possibile costituire l'usufrutto a favore dei soggetti beneficiari della prelazione, mentre non è possibile costituirlo a favore di terzi a meno che i beneficiari della prelazione abbiano rinunciato ad avvalersi della stessa.

Se poi si tratta di azioni di società cooperative, è da ritenere che l'usufrutto non possa essere costituito a favore di chi non ha i requisiti necessari per conseguire la qualifica di socio ai sensi dell'art. 2527 c.c., benché l'usufruttuario di azioni – come diremo – non acquisti mai tale qualifica, che rimane sempre in capo al nudo proprietario.

⁹⁴ V., ancorché in sede cautelare e dunque non con accertamento pieno ma con valutazione limitata al *fumus boni iuris*, Trib. Bologna 3 agosto 1994, in *G. comm.* 1994, II, p. 880, con nota di Rimini; in *Società* 1995, p. 660, con nota di Batti, e in *Banca, borsa e tit. cred.* 1995, II, p. 599; Trib. Trieste 14 agosto 1998, in *G. comm.* 1998, II, p. 736, con nota di Rimini.

SEZIONE II – TITOLARITÀ ED ESERCIZIO DEI DIRITTI INCORPORATI NEI TITOLI: RICOSTRUZIONE DELLA DISCIPLINA

1. I diritti patrimoniali che possono essere incorporati in un titolo di credito. Possibilità di ricostruirne in modo unitario la disciplina alla luce degli artt. 984 e 1000 c.c.

Dopo avere chiarito, nella sezione precedente, la natura dell'usufrutto di titoli di credito, e avere esaminato quali titoli di credito si prestano maggiormente ad assolvere le funzioni tipiche del diritto reale di cui ci stiamo occupando, ci occuperemo ora di analizzare a chi spetti la titolarità e in che modo debba essere attuato l'esercizio dei diritti patrimoniali, amministrativi e patrimoniali-amministrativi che possono essere incorporati in un titolo di credito. Nonostante la diversità dei titoli di credito che possono venire in considerazione, e la varietà dei diritti che vi possono essere incorporati, cercheremo di individuare alcuni parametri interpretativi che abbiano una valenza generale e che consentano all'interprete di stabilire, caso per caso, a chi spetti e come debba essere esercitato ciascuno dei diritti che sono incorporati nel singolo titolo che viene in considerazione nel caso concreto.

Abbiamo elencato in precedenza vari titoli di credito che possono costituire oggetto di usufrutto: si tratta di un panorama vario di titoli, che vede a un estremo i titoli di debito, il cui paradigma tipico è costituito dai titoli obbligazionari, all'altro estremo i titoli di partecipazione, intendendo tale espressione nel suo significato tradizionale di titoli che esprimono una partecipazione al capitale sociale, e non nel significato che più di recente le viene attribuito, e che è fatto proprio dall'art. 1, comma 6 *bis*, t.u.f., di titoli che attribuiscono diritti di partecipazione alla vita della società (c.d. amministrativi). In mezzo tra questi due estremi, secondo una diversità di sfumature e di gradazioni, sta una serie di strumenti intermedi, muniti dei più svariati diritti patrimoniali e amministrativi, che hanno un carattere ibrido tra i due modelli per così dire puri dei titoli di debito obbligazionari e i titoli di partecipazione azionari.

Occorre chiedersi, per ciascuno dei diritti patrimoniali o amministrativi che possono essere incorporati nei titoli, se la titolarità di esso spetti all'usufruttuario o al nudo proprietario, e, in ogni caso, in quale modo il diritto stesso debba essere esercitato.

Iniziando dai diritti patrimoniali, osserviamo che essi si risolvono tutti in un cre-

dito a una prestazione pecuniaria, e che si possono dividere in due grandi categorie: da un lato il diritto ai frutti, dall'altro il diritto alla restituzione del capitale investito.

I frutti a loro volta possono essere costituiti o dagli utili realizzati dalla società emittente, o dagli interessi sul capitale investito.

Frutti delle azioni ordinarie sono gli utili dei quali venga deliberata la distribuzione (non invece gli utili realizzati dalla società ma non distribuiti)¹, ma se si tratta di azioni munite di privilegi di natura patrimoniale (c.d. azioni privilegiate), si devono comprendere tra i frutti anche gli interessi periodici ai quali eventualmente l'azione privilegiata dà diritto². È stato osservato peraltro che un'eventuale deliberazione assembleare che limitasse la distribuzione dei dividendi, e che fosse adottata al solo scopo di arrecare pregiudizio all'usufruttuario, potrebbe essere impugnata da quest'ultimo per eccesso (*rectius* abuso) di potere³.

Frutti delle obbligazioni di società per azioni e degli analoghi titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata ai sensi dell'art. 2483 c.c., sono gli interessi sul capitale investito, ai quali però possono aggiungersi anche gli utili della società, allorché il titolo dà diritto alla loro corresponsione quale premio.

Gli interessi sul capitale investito costituiscono i frutti anche dei titoli emessi per finanziare un'operazione di cartolarizzazione *ex art. 2* legge n. 130 del 1999.

Quanto agli strumenti finanziari emessi dalle società per azioni o dalle società cooperative per azioni, i relativi frutti sono costituiti dal diritto di partecipazione agli utili della società (come accade ad es. per gli strumenti finanziari emessi a favore dei prestatori di lavoro *ex art. 2349* c.c.) o agli utili realizzati in un determinato settore di attività della medesima (come accade ad es. per gli strumenti emessi in relazione alla creazione di un patrimonio destinato a uno specifico affare *ex art. 2447 ter, lett. e*), c.c.), ma non si può escludere che venga attribuito il diritto alla corresponsione di interessi sulla somma investita.

Le quote di fondi comuni di investimento producono frutti solo in via eventuale, se il regolamento del fondo prevede la distribuzione ai partecipanti dei proventi della

¹ V. per tutti ANGELICI, *Le azioni*, in *Comm. Schlesinger*, sub art. 2352, Milano 1992, p. 209.

² ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, in *R. d. comm.* 1947, I, p. 21.

³ ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, cit., p. 21 s. Sul tema dell'abuso di potere nelle deliberazioni assembleari torneremo più diffusamente in seguito trattando dell'esercizio del diritto di voto da parte del titolare di usufrutto su azioni.

gestione anziché la loro attribuzione al patrimonio del fondo (rinviamo a quanto abbiamo detto in proposito nella sezione precedente).

La seconda categoria di diritti patrimoniali, dopo il diritto ai frutti, è costituita dal diritto alla restituzione del capitale investito.

Per le azioni il capitale è rappresentato non tanto dal conferimento o dal valore nominale del titolo, bensì dalla quota di riparto del patrimonio netto della società in sede di liquidazione, *ex art. 2350 c.c.*⁴, oppure dal valore di liquidazione delle azioni al momento del recesso dell'azionista, *ex art. 2437 quater c.c.* Per le obbligazioni di società per azioni e per gli analoghi titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata ai sensi dell'art. 2483 c.c., si tratta del capitale investito nominalmente inteso. Lo stesso deve dirsi per i titoli emessi allo scopo di finanziare un'operazione di cartolarizzazione *ex art. 2 legge n. 130 del 1999*. Per le quote di fondi comuni di investimento si tratta del valore che la quota di partecipazione al fondo riveste al momento dell'uscita del partecipante ovvero al momento della liquidazione del fondo.

Dopo avere suddiviso i diritti patrimoniali che possono essere incorporati in un titolo di credito in due categorie, comprendenti l'una i diritti che hanno ad oggetto la percezione dei frutti del titolo, l'altra i diritti al pagamento del capitale, ci dobbiamo chiedere chi abbia la titolarità di tali diritti.

Poiché la titolarità dell'usufrutto sul titolo comporta anche la titolarità dell'usufrutto sul credito incorporato nel titolo, valgono in proposito le osservazioni che abbiamo svolto nel primo capitolo a proposito dell'usufrutto di crediti pecuniari. Pertanto i frutti (cioè gli utili e gli interessi) possono essere riscossi e fatti propri dall'usufruttuario, in forza della disposizione generale dell'art. 984 c.c.; invece il capitale (sia esso la quota del patrimonio spettante in sede di liquidazione, il valore delle azioni spettante in caso di recesso, il valore della quota di partecipazione al fondo comune, oppure la somma investita nel caso delle obbligazioni, degli altri titoli che non rappresentano una quota del capitale della società e dei titoli connessi a un'operazione di cartolarizzazione) spetta al nudo proprietario, ma trova applicazione la disciplina dell'art. 1000 c.c., in forza della quale l'usufruttuario ha diritto di concorrere alla sua riscossione e di partecipare alla decisione sul reimpiego, e l'usufrutto si trasferisce sul bene nel quale il capitale riscosso è reinvestito.

Valgono anche le altre osservazioni che abbiamo svolto nel primo capitolo a proposito dell'usufrutto di crediti pecuniari e della disciplina dettata dall'art. 1000 c.c.: in particolare se il debitore paga i frutti al nudo proprietario anziché all'usufruttuario, paga male, cosicché quest'ultimo potrà chiedere la ripetizione del pagamento, e il pagamento già effettuato obbligherà l'*accipiens* alla restituzione secondo la disciplina dell'indebito oggettivo di cui all'art. 2033 c.c. Lo stesso accade se il debitore paga il capitale al solo usufruttuario. Se invece il debitore paga il capitale al nudo proprietario senza il concorso dell'usufruttuario, non si può dire che il debitore paghi male, e pertanto non lo si può costringere ad eseguire nuovamente il pagamento nelle mani del nudo proprietario e dell'usufruttuario assieme, né tantomeno ad eseguirlo nelle sole mani di quest'ultimo; piuttosto dal pagamento effettuato al solo nudo proprietario, senza il concorso dell'usufruttuario, discenderà come conseguenza l'obbligo per il debitore che lo ha effettuato di risarcire all'usufruttuario gli eventuali danni da questi subiti in conseguenza del mancato concorso alla riscossione, danni che si verificheranno qualora il nudo proprietario, dopo avere ricevuto da solo il pagamento, sottragga quanto riscosso alle legittime pretese dell'usufruttuario.

È opportuno fare qualche ulteriore considerazione relativamente all'ipotesi in cui, trattandosi di titoli che danno diritto a una quota degli utili distribuiti dalla società emittente, l'usufrutto viene costituito o cessa nel corso di un esercizio sociale. In questo caso gli utili riferibili all'esercizio devono essere ripartiti tra usufruttuario e nudo proprietario *pro rata temporis*, cioè in ragione della durata dell'usufrutto rispetto all'esercizio, ai sensi dell'art. 984 c.c.⁵. Qualche dubbio sulla spettanza degli utili potrebbe sorgere riguardo a quelli che siano distribuiti durante l'usufrutto ma attingendo a riserve accantonate in esercizi anteriori alla sua costituzione; sembra però corretto ritenere irrilevante la circostanza che gli utili siano distribuiti grazie all'impiego di riserve di esercizi anteriori, cosicché nell'ipotesi considerata gli utili spettano per intero all'usufruttuario⁶.

Anche per gli acconti sui dividendi che vengano distribuiti, *ex art. 2433 bis*, nel corso di un esercizio in cui viene costituito o cessa l'usufrutto, vale la regola della ripar-

⁴ Sulla possibilità di escludere tale diritto per alcune categorie di azioni, v. LAMANDINI, *op. cit.*, p. 521 s.

⁵ PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Tratt. Colombo-Portale*, 2*, Torino 1991, p. 327; ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, cit., p. 21.

⁶ PARTESOTTI, *op. ult. cit.*, p. 327 s.

tizione *pro rata temporis* ai sensi dell'art. 984 c.c.⁷.

Per gli interessi invece la suddetta regola non trova applicazione, ma viene in considerazione il generale disposto dell'art. 821, comma 3, c.c., in virtù del quale gli interessi maturano di giorno in giorno: il risultato che se ne ricava è comunque analogo, nel senso che all'usufruttuario spettano gli interessi maturati fino al giorno dell'estinzione dell'usufrutto, e dunque in sostanza gli spettano gli interessi in misura corrispondente alla durata del suo diritto.

L'art. 984 naturalmente non trova applicazione nemmeno con riferimento al capitale, poiché esso spetta unicamente al nudo proprietario e non deve essere ripartito con l'usufruttuario.

2. I diritti amministrativi e i diritti patrimoniali-amministrativi che possono essere incorporati in un titolo di credito. Possibilità di ricostruirne in modo unitario la disciplina alla luce dell'art. 2352 c.c. sull'usufrutto di titoli azionari.

2.1. CONSIDERAZIONI INTRODUTTIVE.

Abbiamo detto in precedenza che i diritti che possono essere incorporati in un titolo di credito non sono soltanto diritti di credito a una prestazione pecuniaria, poiché esistono anche titoli che incorporano diritti c.d. amministrativi e che per questa loro caratteristica vengono talora denominati titoli di partecipazione, con ciò non intendendosi che rappresentano una quota di partecipazione al capitale della società emittente, bensì che attribuiscono il diritto di partecipare in vario modo al funzionamento degli organi della società stessa.

Per avere un panorama dei diritti amministrativi che possono risultare incorporati in un titolo di partecipazione, si può guardare a quelli che costituiscono il contenuto del titolo azionario. I diritti amministrativi che sono incorporati in un'azione ordinaria si possono suddividere in tre gruppi⁸:

a) il diritto di voto nell'assemblea (ordinaria e straordinaria) e i diritti connessi al voto, quali quello di intervenire in assemblea (art. 2370) e quelli, esercitabili purché si raggiungano le soglie minime prescritte di volta in volta dalla legge, di chiedere la con-

⁷ PARTESOTTI, *op. ult. cit.*, p. 328.

⁸ Per un'elencazione dei diritti incorporati nei titoli azionari cfr. MESSINEO, *op. cit.*, I, p. 129 ss.; NOTARI, in *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, Milano 2003, p. 60.

vocazione (art. 2367) e il rinvio dell'assemblea (art. 2374), nonché di impugnare le deliberazioni assembleari invalide (artt. 2377 e 2379); ad essi si può aggiungere anche il diritto di prendere visione e di ottenere copia di tutti gli atti depositati presso la sede sociale per assemblee già convocate, attribuito ai soci di società quotate (art. 130 t.u.f.)⁹;

b) i diritti di controllo sulla gestione, attraverso la denuncia ai sindaci (art. 2408) e al tribunale (art. 2409); il diritto di impugnare le deliberazioni consiliari lesive dei diritti dei soci (art. 2388); il diritto di esercitare l'azione individuale di responsabilità contro amministratori e sindaci (artt. 2393 *bis* e 2407);

c) il diritto di ottenere informazioni attraverso l'ispezione del libro dei soci e del libro delle assemblee (art. 2422).

Si tratta di situazioni soggettive rispetto alle quali la società non ha un vero e proprio obbligo, ma piuttosto una posizione di soggezione¹⁰.

Ai diritti che abbiamo elencato finora si deve aggiungere poi il diritto di opzione, che alcuni qualificano come diritto patrimoniale¹¹, ma che, avendo il suo esercizio considerevoli risvolti nell'organizzazione della società, poiché incide sulla ripartizione delle quote di partecipazione tra i soci, deve essere qualificato più propriamente come diritto patrimoniale-amministrativo. Per certi aspetti affine al diritto di opzione è il diritto di chiedere la conversione delle azioni da una categoria all'altra¹².

Una parte della dottrina annovera tra i diritti amministrativi anche il diritto di recesso¹³, cui altri attribuiscono natura patrimoniale¹⁴, mentre altri ancora, seguendo un orientamento intermedio che appare preferibile, ritengono si tratti di un diritto a contenuto misto, analogamente all'opzione, perché pur avendo un evidente riflesso patrimo-

⁹ Invero NOTARI, *op. loc. cit.*, annovera tale diritto tra quelli attinenti all'informazione, ma BOCCA, in *Il nuovo diritto societario* diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Bologna 2004, *sub* art. 2352, p. 345 nota 40, osserva che la relativa disposizione normativa si riferisce ad assemblee già convocate ma non ancora tenutesi, sicché appare trattarsi di un potere preordinato a fornire a chi eserciterà il diritto di voto gli strumenti necessari a partecipare con consapevolezza al processo decisionale della società, e dunque di un potere connesso al voto.

¹⁰ MESSINEO, *op. cit.*, I, p. 130, li qualifica come diritti potestativi.

¹¹ GALGANO-GENGHINI, *op. cit.*, p. 203.

¹² MAGLIULO, *op. cit.*, p. 122 s., e PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1306 s., osservano che il diritto di conversione, espressamente previsto per le azioni di risparmio dall'art. 145, comma 7, t.u.f., ed ammesso anche in via eventuale per le azioni correlate dall'art. 2350, comma 2, c.c., deve ritenersi espressione di un principio generale e pertanto applicabile a qualsiasi categoria di azioni.

¹³ MESSINEO, *op. loc. cit.*

¹⁴ GALGANO-GENGHINI, *op. cit.*, p. 203; BISOGNI, in *Azioni*, a cura di Notari, in *Comm. Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, Milano 2008, *sub* art. 2352, p. 509 s.

niale tutela anche interessi di carattere amministrativo¹⁵.

Come accennavamo, i diritti amministrativi sopra elencati possono fare parte, con le combinazioni più varie, anche del contenuto dei titoli di credito diversi dalle azioni che la legge prevede possano essere dotati di diritti amministrativi (c.d. titoli di partecipazione), quali gli strumenti finanziari che possono essere emessi dalle società per azioni ai sensi degli artt. 2346, ultimo comma e dell'art. 2349, 2° comma, c.c., nonché gli strumenti finanziari che possono essere emessi dalle società cooperative aventi forma azionaria ai sensi dell'art. 2526 c.c. I predetti strumenti finanziari possono però incorporare a nostro avviso anche diritti diversi da quelli attribuiti agli azionisti, come abbiamo già rilevato nella sezione precedente.

Al fine di ricostruire la disciplina dell'usufrutto di titoli di credito non è sufficiente l'applicazione dell'art. 984 e dell'art. 1000 c.c., che pure rappresentano un imprescindibile punto di riferimento poiché costituiscono la fonte della regolamentazione dei diritti patrimoniali, ma occorre individuare altre disposizioni normative che regolino la titolarità e l'esercizio dei diritti amministrativi di cui si è parlato.

A nostro avviso tali disposizioni normative possono essere rinvenute all'interno dell'art. 2352 c.c. Questo articolo regola la spettanza dei diritti amministrativi e del diritto di opzione con riguardo all'usufrutto (oltre che al pegno e al sequestro) di titoli azionari, ma la disciplina da esso posta sembra potersi estendere attraverso l'*analogia legis* agli analoghi diritti che sono incorporati in titoli diversi da quelli azionari, operando eventualmente gli adattamenti che si rendano necessari¹⁶.

Non solo, ma crediamo che si possa estendere ancora di più l'applicazione della disciplina dell'art. 2352, attraverso l'*analogia iuris*, facendovi ricorso – sempre con gli adattamenti necessari – anche per diritti diversi da quelli ivi specificamente regolati, che però presentano con questi ultimi dei profili di affinità: ci riferiamo ai diritti inerenti all'organizzazione dei possessori di titoli non partecipativi, quali ad esempio il diritto di voto nell'assemblea degli obbligazionisti e il diritto di impugnare le relative deliberazioni.

¹⁵ NOTARI, *ibidem*; FERRARA-CORSI, *op. cit.*, p. 450, raggruppa il recesso e l'opzione nella categoria dei diritti posti a difesa della posizione astratta di socio; cfr. Cass. 12 luglio 2002, n. 10144, in motivazione.

¹⁶ Per uno spunto in tal senso, anche se con riferimento soltanto agli strumenti finanziari di cui all'art. 2346, ult. co., c.c., v. POLI, *Pegno, usufrutto e sequestro*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, I, Padova 2005, *sub* artt. 2346-2354, p. 230, testo e nota 32.

La prospettata applicazione analogica dell'art. 2352 non pare incontrare ostacoli, giacché il predetto articolo detta norme che non possono essere qualificate come eccezionali. La giustificazione della natura normale (e non eccezionale) delle norme in questione però non può essere giustificata, come è stato fatto in dottrina, affermando che esse costituirebbero un semplice adattamento delle norme generali sull'usufrutto contenute nel libro terzo (nonché quelle sul pegno che si rinvengono nel libro sesto) al particolare tipo di bene costituito dalle azioni¹⁷. Lo scopo di tali norme infatti non è quello di adattare la disciplina generale dell'usufrutto alla fattispecie azionaria, bensì quello di adattare la disciplina societaria dei diritti amministrativi e dell'opzione al caso in cui le azioni siano gravate da usufrutto: l'adattamento dunque riguarda la disciplina societaria e non quella dell'usufrutto. Ciò posto, la disciplina dell'art. 2352 che risulta da tale adattamento è del tutto priva di connotati di eccezionalità, e pertanto si può confermare la conclusione che essa è suscettibile di applicazione analogica.

L'unico limite al ricorso all'analogia può essere rappresentato dall'eventuale incompatibilità delle disposizioni normative sull'usufrutto di azioni con le peculiarità delle singole tipologie di titoli di credito.

Alla luce delle considerazioni esposte, prenderemo in esame separatamente i diritti amministrativi e il diritto di opzione regolati dall'art. 2352, e per ciascuno di essi analizzeremo dapprima la disciplina dettata dalla citata disposizione con riguardo ai titoli azionari, e ci chiederemo poi se e in che modo tale disciplina possa essere estesa anche ai titoli non azionari, eventualmente apportando gli adattamenti che si rendano necessari in considerazione delle peculiarità di tali titoli.

Prima di procedere all'analisi annunciata, è necessario svolgere un'ultima considerazione di carattere preliminare. Si può notare che l'art. 2352 si occupa solo della titolarità dei diritti da essa presi in considerazione (voto, opzione, altri diritti amministrativi), mentre non ne regola le modalità di esercizio. La ragione di ciò sembra doversi ravvisare nella circostanza che le suddette modalità sono indifferenti per la società, mentre assumono rilievo esclusivamente nei rapporti interni tra le parti, trovando regolamentazione nella disciplina generale del diritto reale in parola. Dunque i parametri per valutare la condotta delle parti nell'esercizio dei diritti amministrativi ad esse spettanti si de-

¹⁷ POLI, *op. ult. cit.*, p. 228.

vono rinvenire all'interno della disciplina generale dell'usufrutto, e sono costituiti per il nudo proprietario dall'obbligo di consentire all'usufruttuario il godimento del bene e la percezione dei frutti, e per l'usufruttuario dal divieto di alterare la destinazione economica del bene e di perpetrare abusi che possano assumere rilievo ai sensi dell'art. 1015 c.c. Naturalmente anche le conseguenze delle violazioni delle predette regole di condotta sono le medesime che valgono in generale per qualsivoglia usufrutto, e sono costituite per il nudo proprietario dall'obbligo di risarcire i danni, e per l'usufruttuario, oltre che da tale obbligo, dalle sanzioni previste dal citato art. 1015¹⁸.

2.2. IL DIRITTO DI VOTO.

a) *Il diritto di voto nell'assemblea dei soci, incorporato nelle azioni.*

a) *La titolarità del voto e la legittimazione all'esercizio dello stesso.*

L'art. 2352, comma 1°, c.c. stabilisce chiaramente a chi spetta il diritto di voto inerente alle azioni gravate da usufrutto, attribuendolo all'usufruttuario «salvo convenzione contraria». In dottrina si è sostenuto che questa norma si sarebbe comunque potuta desumere dai principi generali sull'usufrutto, considerato che dall'art. 1004 c.c. si può ricavare che all'usufruttuario spetta la gestione della *res* (gestione che tra l'altro gli è affidata esplicitamente dall'art. 755 c.c. svizzero)¹⁹.

La convenzione contraria con la quale le parti possono concordare l'attribuzione

¹⁸ Prima della riforma delle società di capitali intervenuta con d.lgs. n. 6 del 2003, parte della dottrina aveva ricostruito la disciplina dell'usufrutto di azioni facendo riferimento unicamente alle disposizioni e ai principi propri della disciplina generale dell'usufrutto (ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, cit., p. 12 ss.). Secondo una diversa tesi, invece, l'art. 2352 non considererebbe la partecipazione azionaria come un bene (cosa che pure sarebbe possibile fare, ma solo ai fini della negoziazione della partecipazione stessa), e pertanto non riguarderebbe un usufrutto in senso tecnico; essa prenderebbe in esame piuttosto i diritti sociali, regolandone l'eventuale attribuzione a un soggetto diverso dal titolare della partecipazione, portatore di un interesse al godimento della partecipazione stessa: di conseguenza il riferimento alla figura generale dell'usufrutto assumerebbe un valore soltanto indicativo dal punto di vista della descrizione della struttura della situazione giuridica che in tal modo si viene a creare, ma svolgerebbe il ruolo di tipizzare il predetto interesse di godimento, attribuendogli rilevanza nell'organizzazione societaria (ANGELICI, *op. cit.*, sub art. 2352, p. 191 ss.). Infine un orientamento intermedio, dopo aver qualificato le opposte prospettive suindicate rispettivamente come *dominicale* e *societaria*, ha proposto, con particolare riguardo al pegno ma con osservazioni vevolevoli anche per l'usufrutto, di applicare sì le norme "dominicali" (cioè relative al diritto reale limitato), però interpretandole alla luce delle norme e dei principi di diritto societario nonché delle disposizioni statutarie, che costituiscono altresì un limite alla rilevanza dell'interesse dell'usufruttuario all'interno dell'organizzazione societaria (POLI, *Il pegno di azioni*, cit., p. 51 ss.; lo stesso autore, in *Il nuovo diritto delle società*, cit., p. 218 ss., conferma il proprio orientamento anche a seguito della riforma delle società di capitali intervenuta con d.lgs. n. 6 del 2003).

¹⁹ ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, cit., p. 23.

del diritto di voto al socio²⁰ può avere una portata generale, riferendosi in modo indistinto a tutte le materie che possono essere poste all'ordine del giorno dell'assemblea, oppure può riguardare soltanto singole materie o categorie di materie predeterminate: quest'ultima eventualità potrebbe comportare che alla stessa assemblea siano legittimati ad intervenire sia il socio che l'usufruttuario, e che il primo possa votare per alcune deliberazioni (quelle riguardanti materie di sua competenza), il secondo per altre²¹.

È evidente che la pattuizione in questione in tanto può avere rilievo per la società, in quanto sia ad essa opponibile. Ai fini di tale opponibilità è necessario a nostro avviso che la società riceva notizia della pattuizione per il tramite del presidente

²⁰ PARTESOTTI, *op. cit.*, p. 316, aggiunge che le parti potrebbero pattuire anche un obbligo di consultazione o un potere di istruzione; ciò è senz'altro corretto, con la precisazione però che una pattuizione di tale contenuto riguarderebbe le modalità di esercizio del voto e potrebbe avere rilievo soltanto nei rapporti *inter partes* ma non nei confronti della società, anche se venisse portata a conoscenza di quest'ultima. Secondo l'opinione prevalente alla convenzione in questione si applicano i precetti normativi in tema di patti parasociali di cui agli artt. 2341 *bis* e 2341 *ter* c.c. e agli artt. 122 ss. t.u.f. (COSTI, *I patti parasociali*, in *La riforma delle società quotate*, Milano 1998, p. 116; ID., *Il mercato mobiliare*, 5^a ediz., Torino 2008, p. 319; SEMINO, *Il problema della validità dei sindacati di voto*, Milano 2003, p. 229 s.). Parte della dottrina però si è espressa nel senso opposto dell'inapplicabilità delle disposizioni citate, giustificando tale assunto con tre argomenti: il primo, di carattere testuale, peraltro ritenuto non decisivo, poggia sul fatto che le predette disposizioni normative si riferiscono all'esercizio del voto, mentre la convenzione in questione riguarda la titolarità del diritto; il secondo argomento consiste nel rilievo che la convenzione derogatoria dell'art. 2352, comma 1, è accessoria al rapporto dominicale e non a quello associativo, e pertanto non è un patto "parasociale"; l'ultimo argomento si fonda sul rilievo che la predetta convenzione è estranea alla finalità di stabilizzare gli assetti proprietari e di governo della società perché non aggiunge alcunché al numero dei voti complessivamente a disposizione delle parti della stessa, ma si limita a regolare la titolarità o le modalità di esercizio del voto tra le parti (POLI, *Il pegno di azioni*, cit., p. 376 ss. e ID., *Pegno, usufrutto e sequestro*, cit., p. 251 ss.; alla medesima conclusione è giunto PICCIAU, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. D. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, a cura di Bianchi e Marchetti, *sub art. 122*, Milano 1999, p. 848).

²¹ La dottrina non è concorde sul punto: alcuni condividono l'opinione espressa nel testo (POLI, *Pegno, usufrutto e sequestro*, cit., p. 253 ss., il quale alla luce della riforma del 2003 modifica la precedente opinione espressa in *Il pegno di azioni*, cit., p. 393 ss.); secondo altri invece sarebbe ammissibile un patto che attribuisca il voto al nudo proprietario in una specie di assemblea (es. quella straordinaria) con esclusione dell'altra, ma non quello che attribuisca il voto al nudo proprietario soltanto su alcune materie (FRÈ, *Della società per azioni*, cit., p. 273); altri ancora all'opposto negano l'ammissibilità di una pattuizione priva di carattere generale, riferita cioè a tutte le materie e a tutti i tipi di assemblea, perché altrimenti si contravverrebbe all'interesse della società di non subire un intralcio al funzionamento dell'organo assembleare che sia causato da rapporti personali ai soci (ANGELICI, *op. cit.*, *sub art. 2352*, p. 200 s., secondo il quale eventuali distinzioni tra tipi di deliberazioni e assemblee non avrebbero rilievo per l'organizzazione societaria ma solo nei rapporti *inter partes*; SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. - Profili procedurali*, in *Tratt. Colombo-Portale*, 3*, Torino 1994, p. 360 ss., il quale però ammette la ripartizione del voto per materie se è stabilita da una clausola statutaria anziché da un accordo tra usufruttuario e socio).

L'attribuzione del voto all'usufruttuario nelle sole assemblee ordinarie e al nudo proprietario in quelle straordinarie è soluzione accolta dal diritto positivo in Francia, dove l'art. 163, comma 1, della legge n. 66-537 del 24 luglio 1966 sulle società commerciali dispone: «Le droit de vote attaché à l'action appartient à l'usufruitier dans les assemblées générales ordinaires et au nu-propiétaire dans les assemblées générales extraordinaires».

dell'assemblea, che, com'è noto, è l'organo cui compete la verifica della legittimazione dei presenti (art. 2371 c.c.)²²; inoltre la predetta notizia, di per sé sola, non è sufficiente, ma deve essere accompagnata da una prova liquida che possa dare una ragionevole certezza sull'esistenza e sulla portata della pattuizione, in difetto della quale la società potrà applicare il regime legale e riconoscere la legittimazione all'esercizio del diritto di voto al solo usufruttuario²³. Se i titoli azionari sono dematerializzati oppure immessi in un sistema di deposito accentrato, la convenzione derogatoria dell'art. 2352, comma 1, non deve essere portata a conoscenza dell'emittente, bensì dell'intermediario al quale si chiede il rilascio della certificazione necessaria per l'esercizio del voto; in proposito l'art. 21, comma 5, ultima proposizione, del regolamento congiunto Banca d'Italia e Consob del 22.2.2008, recante «Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione», stabilisce che se l'intermediario rilascia tale certificazione senza conoscere l'esistenza di tale convenzione, è esonerato da ogni responsabilità.

Tanto chiarito in merito alla titolarità del diritto di voto, occorre considerare che l'art. 2370, comma 2, c.c., come modificato dalla riforma del 2003, consente che gli statuti prescrivano, ai fini dell'esercizio del diritto di voto, il preventivo deposito delle azioni (o della relativa certificazione, se si tratta di azioni dematerializzate), che in forza della disciplina previgente era obbligatorio.

In assenza di siffatta prescrizione statutaria, ai fini della verifica della legittimazione al voto dell'usufruttuario il presidente dell'assemblea dovrà controllare l'effettiva costituzione dell'usufrutto, verificando (dato che le azioni di regola sono nominative) l'esistenza della duplice annotazione del vincolo sul titolo e nel libro soci, essendo irri-

²² Sui poteri del presidente dell'assemblea in ordine al controllo della legittimazione all'intervento e al voto, e in particolare sulla questione se al medesimo spetti un vero e proprio potere di escludere dall'intervento e dal voto i soggetti che ritenga non legittimati, ovvero competa soltanto un potere ordinatorio, volto a disciplinare le operazioni di voto e a compiere tutti gli adempimenti necessari per il regolare svolgimento dei lavori assembleari, v. FELSANI, *Il ruolo del presidente nell'assemblea delle s.p.a.*, Milano 2004, p. 197 ss.; ALAGNA, *Il presidente dell'assemblea nelle società per azioni*, Milano 2005, p. 80 ss. e p. 142 ss.

²³ In dottrina si registrano sia una tesi più liberale di quella proposta nel testo, secondo la quale per portare la convenzione a conoscenza della società basterebbe qualsiasi mezzo idoneo (PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, cit., p. 314), sia all'opposto una tesi molto più rigorosa, secondo la quale per l'opponibilità all'emittente, nonché addirittura per la validità *inter partes*, sarebbe necessario rispettare le stesse formalità che sono necessarie per la costituzione del diritto cui la convenzione accede, con la conseguenza che si dovrà provvedere all'annotazione della convenzione sul titolo e nel libro soci (POLI, *Il pegno di azioni*, cit., p. 389).

levante nei confronti della società l'usufrutto costituito *inter partes* ma non annotato, per le ragioni che chiariremo nella sezione seguente²⁴.

Qualora poi l'usufrutto sia annotato sul titolo, ma le parti abbiano stipulato una convenzione attributiva del diritto di voto al socio, in deroga all'art. 2352, comma 1, c.c., il presidente dell'assemblea potrà riconoscere la legittimazione a quest'ultimo solo se la predetta convenzione risulta opponibile alla società, il che si verifica quando lo stesso presidente ha ricevuto una prova liquida dell'esistenza della convenzione, come abbiamo osservato poco sopra.

Infine se le parti hanno pattuito, con convenzione opponibile alla società, una ripartizione del diritto di voto tra usufruttuario e nudo proprietario a seconda delle materie sulle quali l'assemblea è chiamata a deliberare, il presidente dell'assemblea, per verificare la rispettiva legittimazione, dovrà anche confrontare il contenuto della convenzione con le materie che sono inserite all'ordine del giorno.

Invece nel caso in cui sia presente nello statuto una clausola che impone il preventivo deposito delle azioni (o della relativa certificazione, se dematerializzate), il titolare del diritto di voto, sia esso l'usufruttuario (*ex lege*) ovvero il socio (in forza di apposita convenzione *inter partes*), necessita della disponibilità materiale dei titoli per esercitare tale prerogativa. Ciò fa sì che in concreto si possano verificare le seguenti situazioni:

1) il diritto di voto spetta all'usufruttuario, il quale ha ottenuto il rilascio di un titolo (nominativo) distinto da quello del nudo proprietario ai sensi dell'art. 1, comma 3, r.d. n. 239 del 1942 e dell'art. 2024 c.c.: in questo caso non sorgono problemi di sorta per il riconoscimento della legittimazione dell'usufruttuario all'esercizio del voto;

2) il diritto di voto spetta all'usufruttuario, esiste un solo titolo azionario con annotazione del vincolo sul medesimo e nel libro dei soci, e tale titolo è stato consegnato all'usufruttuario: anche in questo caso non sorgono problemi;

3) il diritto di voto spetta all'usufruttuario, esiste un solo titolo azionario e tale titolo non è stato ancora consegnato all'usufruttuario: quest'ultimo non potrà esercitare il diritto di voto; il voto potrà invece essere esercitato dal nudo proprietario, qualora il diritto reale non sia opponibile alla società perché non annotato sul titolo e sul libro dei

²⁴ Cfr. POLI, *Pegno, usufrutto e sequestro*, cit., p. 237 s.

soci, mentre in caso contrario non potrà essere esercitato nemmeno da costui²⁵ (sul problema dell'opponibilità dell'usufrutto su titoli di credito al debitore o alla società emittente torneremo nella sezione seguente);

4) il diritto di voto spetta al nudo proprietario, il quale possiede un titolo distinto da quello dell'usufruttuario: non sorgono problemi per la legittimazione del nudo proprietario all'esercizio del voto;

5) il diritto di voto spetta al nudo proprietario (perché v'è una convenzione in tal senso, opponibile alla società), esiste un solo titolo azionario con annotazione del vincolo sul medesimo e nel libro dei soci, e tale titolo è rimasto nelle mani del nudo proprietario: anche in questo caso non sorgono problemi;

6) il diritto di voto spetta al nudo proprietario (perché v'è una convenzione in tal senso, opponibile alla società), esiste un solo titolo azionario con annotazione del vincolo sul medesimo e nel libro dei soci, e tale titolo è stato consegnato all'usufruttuario: il diritto di voto non potrà essere esercitato né dal nudo proprietario né dall'usufruttuario.

Vale la pena di precisare che se le parti hanno pattuito, con convenzione opponibile alla società, una ripartizione del diritto di voto tra usufruttuario e nudo proprietario a seconda delle materie sulle quali l'assemblea è chiamata a deliberare, ed è stato assolto l'onere di deposito (dei titoli distinti o dell'unico titolo in cui è stato regolarmente annotato il vincolo), il presidente dell'assemblea dovrà ulteriormente verificare la corrispondenza tra le singole materie inserite all'ordine del giorno sulle quali l'usufruttuario o il nudo proprietario pretendono in concreto di deliberare, e le materie per le quali la convenzione effettivamente attribuisce il voto a ciascuno di essi.

Prima di concludere questa analisi sulla titolarità e sulle modalità di esercizio del diritto di voto nel caso di azioni gravate da usufrutto, possiamo aggiungere che se l'usufruttuario dispone di un numero di voti tale da raggiungere la maggioranza dei voti nell'assemblea ordinaria, o comunque da consentirgli di esercitarvi un'influenza domi-

²⁵ Secondo PARTESOTTI, *op. cit.*, p. 314, il fatto che il possesso del titolo sia rimasto al nudo proprietario dovrebbe apprezzarsi, considerando le circostanze tra le quali soprattutto l'eventuale inerzia dell'usufruttuario, come un indice di una convenzione attributiva del diritto di voto al nudo proprietario, in deroga all'art. 2352, comma 1, c.c., cosicché sarebbe quest'ultimo il soggetto legittimato al voto. Osserviamo tuttavia che per rendere opponibile siffatta convenzione alla società, occorre fornire una prova certa della medesima, non essendo sufficiente pretendere che la si possa desumere in via presuntiva dalle circostanze del caso concreto.

nante, allo stesso usufruttuario si deve imputare il controllo della società ai sensi dell'art. 2359 c.c., con tutte le conseguenze che ne discendono, compresa l'applicazione degli artt. 2497 ss. c.c., se l'usufruttuario è una società o un ente diverso²⁶.

β) I limiti che l'usufruttuario incontra nell'esercizio del voto, derivanti dai rapporti con il nudo proprietario.

Considerato che l'esercizio del voto da parte dell'usufruttuario delle azioni incide anche sugli interessi del nudo proprietario, è necessario interrogarsi se il primo incontro dei limiti in tale esercizio.

Su tale questione la giurisprudenza non è concorde: alcune pronunce individuano tali limiti nell'obbligo per l'usufruttuario di astenersi da comportamenti che possano arrecare un danno ingiusto al nudo proprietario, e nell'obbligo di astenersi da modi di esercizio del predetto diritto che possano compromettere la conservazione del valore economico della partecipazione in società²⁷; secondo un diverso orientamento, invece, l'usufruttuario dovrebbe votare attenendosi ai principi della buona amministrazione societaria e perseguendo l'interesse sociale²⁸. V'è concordia però sul fatto che il mancato rispetto da parte dell'usufruttuario dei limiti che gli sono imposti nell'esercizio del voto, derivanti dai rapporti con il nudo proprietario, è irrilevante nei rapporti con la società e non si riflette sulla validità del voto, ma può determinare l'insorgere di un'obbligazione risarcitoria verso il nudo proprietario, e può inoltre consentire al nudo proprietario di avvalersi dei rimedi previsti per l'abuso dell'usufruttuario dall'art. 1015 c.c.²⁹.

²⁶ POLI, *Pegno, usufrutto e sequestro*, cit., p. 255 ss., dove si possono trovare ulteriori riferimenti.

²⁷ Mentre alcune sentenze fanno riferimento ad entrambi i limiti indicati nel testo (Cass. 19 agosto 1996, n. 7614; Cass. 12 luglio 2002, n. 10144, in motivazione, con riguardo al pegno; nello stesso senso sembra Cass. 17 giugno 1953, n. 1795, in *Foro it.* 1954, I, c. 806, la cui massima è poi ripresa da Trib. Foggia decreto 21 febbraio 1986, in *Dir. fall.* 1986, II, p. 429, anch'essa, come la prima, pronunciata con riguardo al pegno), un'altra invoca esclusivamente il divieto di arrecare un danno ingiusto al nudo proprietario (Cass. 26 maggio 2000, n. 6957, in motivazione).

²⁸ Cass. 10 marzo 1999, n. 2053, con riferimento al pegno, stabilisce che «il creditore pignoratizio di azioni dell'ente, nell'esercizio del diritto di voto (a lui riconosciuto *ex lege*), deve, comunque, ispirarsi ai principi della buona amministrazione societaria ed attenersi al perseguimento dell'interesse sociale, senza coltivare, pertanto, interessi egoistici ovvero in contrasto con quelli della società»; Trib. Milano 11 luglio 1994, cit., la cui massima peraltro non corrisponde a quanto enunciato in motivazione, fa riferimento all'obbligo di perseguire l'interesse sociale, anche in questo caso con riguardo al pegno. In dottrina è dello stesso avviso delle sentenze testé citate BISOGNI, *op. cit.*, p. 480 ss.; SACCHI, *op. cit.*, p. 355 s., affermando che l'usufruttuario è soggetto al divieto di pregiudicare gli «interessi tipici del socio», riconosce che in questo modo pone l'interesse sociale come limite all'esercizio del voto da parte dell'usufruttuario.

²⁹ Cass. 19 agosto 1996, n. 7614, in *Società* 1997, p. 390, con nota adesiva di Nazzicone; Cass. 26 maggio 2000, n. 6957; Trib. Milano, 11 luglio 1994, in *Giur. it.* 1995, I, 2, c. 830; in dottrina v. ANGELICI, *op. cit.*, sub art. 2352, p. 201; SACCHI, *op. cit.*, p. 358 s. Secondo ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, cit., p. 24 s., le misure previste dal 2° comma dell'art. 1015 c.c. potrebbero essere chieste anche in pre-

Occorre dunque prendere in esame gli asseriti limiti individuati dalla giurisprudenza, per verificare se essi sono effettivamente tali e se è vero che la loro violazione è irrilevante nei rapporti con la società.

Quanto al primo, l'affermazione che l'usufruttuario nell'esercizio del voto deve astenersi da comportamenti che possano arrecare un danno ingiusto al nudo proprietario deve essere chiarita nel suo significato. Tale affermazione non può certo essere intesa nel senso che l'usufruttuario deve votare nell'interesse del nudo proprietario, e che ogniqualevolta questi agisca in contrasto con tale interesse arrechi per ciò stesso un danno ingiusto al nudo proprietario, incorrendo in una responsabilità risarcitoria. Infatti appare indubitabile che la legge non attribuisce all'usufruttuario una mera legittimazione ad esercitare il voto per conto (cioè nell'interesse) del socio, ma gli riconosce la vera e propria titolarità del voto quale diritto proprio e autonomo³⁰, che dunque può essere esercitato senza tenere conto dell'interesse del nudo proprietario³¹. Così ad esempio, in sede

senza di una situazione di abuso non ancora attuale ma temuto, come ad esempio allorquando, alla vigilia di una determinazione critica dell'assemblea, il nudo proprietario non ottenga garanzie circa l'esercizio del voto da parte dell'usufruttuario. La tesi però non convince, perché se è vero che i rimedi di cui all'art. 1015, 2° comma (prestazione di garanzia, locazione o amministrazione della *res* a spese dell'usufruttuario, attribuzione del possesso al nudo proprietario con obbligo di corrispondere all'usufruttuario una somma determinata) hanno una finalità cautelare, essendo volti ad assicurare una tutela preventiva del nudo proprietario (Cass. 2 marzo 1976, n. 699, in *Rep. F. it.* 1976, voce *Usufrutto, uso e abitazione*, n. 11), tuttavia essi presuppongono pur sempre che un abuso sia stato effettivamente consumato, e siccome prima dell'adozione della deliberazione assembleare tale presupposto non può sussistere, non può nemmeno farsi luogo ai rimedi in questione.

³⁰ CAVALLO BORGIA, *Le azioni e le obbligazioni*, in *Le società*, diretto da Galgano, Torino 2002, p. 110; Cass. 19 agosto 1996, n. 7614; App. Roma 3 aprile 1958, in *Banca, borsa, tit. cred.* 1959, II, p. 83.

³¹ *Contra*, nel senso che l'usufruttuario avrebbe l'obbligo di non ledere l'interesse dell'azionista, FERRARA-CORSI, *op. cit.*, p. 442; MORERA, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, Napoli 2004, *sub* art. 2352, p. 316, il quale, in questa prospettiva, sottolinea l'opportunità che l'usufruttuario, per tutelarsi contro il rischio di vedersi chiamato a rispondere di eventuali danni cagionati al socio, consulti preventivamente quest'ultimo, quantomeno in occasione di deliberazioni particolarmente importanti. Invece POLI, *Pegno, usufrutto e sequestro*, *cit.*, p. 234 ss., afferma che si dovrebbe accertare caso per caso, a seconda dell'oggetto della delibera, se il voto abbia una maggiore inerenza sostanziale all'interesse dell'usufruttuario o a quello del socio. Nel primo caso l'usufruttuario dovrebbe tutelare l'interesse del socio, e a tal fine sarebbe tenuto a consultarlo prima di votare e, in difetto di istruzioni, ad astenersi dal partecipare alla deliberazione. Nel caso in cui, invece, le delibere da assumere coinvolgano in modo sostanzialmente paritetico l'interesse di entrambi i soggetti, l'usufruttuario potrebbe votare secondo il proprio interesse, con il mero limite del rispetto dei canoni di correttezza e buona fede nonché delle norme del libro terzo in tema di abuso dell'usufruttuario. Per un tentativo di classificare le principali delibere assembleari in ragione della maggiore inerenza all'interesse del creditore pignoratizio (o dell'usufruttuario) ovvero del debitore (o del nudo proprietario), v. dello stesso autore *Il pegno di azioni*, *cit.*, p. 289 ss. Tra le delibere nelle quali, secondo l'autore, è prevalente l'interesse del socio, si dovrebbero annoverare: a) quelle che hanno ad oggetto l'aumento del capitale, specie soprattutto se implicanti l'esclusione o la limitazione del diritto di opzione, b) le principali decisioni che legittimano il recesso, inclusa la modifica dell'oggetto sociale; c) la trasformazione della società; d) la decisione di sciogliere la società o revocare lo stato di liquidazione.

di approvazione del bilancio, l'usufruttuario potrà votare a favore di una consistente distribuzione di utili (che egli ha diritto di fare propri), cercando di perseguire dalle azioni la massima utilità nel breve periodo, anche se in ipotesi l'interesse del nudo proprietario fosse nel senso di un accantonamento degli utili stessi, ad esempio allo scopo di impiegarli per investimenti che potranno fruttare nel lungo periodo³².

Se ciò è vero, allora l'affermazione che l'usufruttuario non deve arrecare un danno ingiusto al nudo proprietario presuppone l'esistenza di un criterio in base al quale si possa stabilire a quali condizioni, in presenza di una deliberazione pregiudizievole per il nudo proprietario che sia stata approvata col voto favorevole dell'usufruttuario, il danno subito dal nudo proprietario possa qualificarsi come ingiusto. L'affermazione in esame presuppone, in sostanza, l'esistenza di un criterio in base al quale si possa stabilire se il voto dell'usufruttuario espresso contro gli interessi del proprietario sia lecito o illecito: dunque essa non individua affatto un limite all'esercizio del voto da parte dell'usufruttuario, come pretende la giurisprudenza, ma al contrario presuppone l'esistenza di un siffatto limite, che però rimane indefinito.

L'affermazione per cui l'usufruttuario deve astenersi dall'arrecare un danno ingiusto al nudo proprietario, oltre che inidonea a definire un limite nell'esercizio del voto, è anche imprecisa: infatti la locuzione "danno ingiusto" richiama una responsabilità di tipo extracontrattuale, mentre l'usufruttuario che trascende i limiti che gli sono imposti nell'esercizio del voto (limiti che derivano dalla legge, sebbene non siano stabiliti in modo espresso ma debbano essere desunti in via interpretativa) si rende inadempiente ad un obbligo preesistente (di fonte legale) nei confronti del nudo proprietario, e pertanto incorre in una responsabilità di natura contrattuale.

Veniamo ora al secondo limite individuato dalla giurisprudenza riguardo all'esercizio del voto da parte dell'usufruttuario, asseritamente costituito dall'obbligo di non compromettere il valore economico della partecipazione in società. Tale obbligo costituisce effettivamente un limite all'esercizio del voto da parte dell'usufruttuario, poiché rappresenta un riflesso dell'obbligo per l'usufruttuario stesso di usare la diligenza del buon padre di famiglia *ex art. 1001, comma 2, c.c.*, interpretato anche alla luce dell'*art. 1015 c.c.* che qualifica come abuso, sanzionandola, la condotta

³² Cfr. in questo senso anche ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, cit., p. 21; SACCHI, *op. cit.*, p. 356.

dell'usufruttuario che lasci deteriorare il bene. Infatti come l'usufruttuario di una cosa materiale ha l'obbligo di non lasciarla deteriorare, così l'usufruttuario di una partecipazione sociale ha l'obbligo di non comprometterne il valore economico, e dunque di non prestare voto favorevole a deliberazioni assembleari che possano avere tale effetto. Da ciò riteniamo si possa inferire, quale corollario, che l'usufruttuario può legittimamente concorrere ad adottare anche una deliberazione che disponga lo scioglimento della società, allorquando tale scioglimento appaia necessario per scongiurare un depauperamento della partecipazione sociale³³.

All'obbligo di non compromettere il valore economico della partecipazione sociale però se ne deve aggiungere a nostro avviso un altro, che discende anch'esso dalla disciplina generale dell'usufrutto: si tratta dell'obbligo di conservare la destinazione economica della *res* (art. 981, comma 1, c.c.)³⁴, che si traduce nel dovere di non concorrere all'adozione di deliberazioni che possano determinare un significativo mutamento dell'oggetto sociale.

Riguardo a questo obbligo, occorre considerare che talora potrebbe ravvisarsi un nesso causale diretto tra una determinata deliberazione assembleare e un incremento o un decremento del valore delle azioni: si pensi ad esempio ad alcune delle deliberazioni elencate al 5° comma dell'art. 2369, come quelle concernenti la proroga della società, la revoca dello stato di liquidazione, lo scioglimento anticipato; si pensi ancora alla deliberazione che stabilisce i criteri per lo svolgimento della liquidazione di cui all'art. 2487, comma 1°, lett. c), c.c.; si pensi ancora ad una deliberazione di accantonamento degli utili a fini di investimento, o all'opposto a una deliberazione di distribuzione di utili che avrebbero potuto essere accantonati in forma di riserve.

In questi casi ci si deve chiedere: se l'usufruttuario ha concorso all'adozione di una deliberazione che ha consentito un aumento del valore di mercato delle azioni, ha diritto al pagamento da parte del socio dell'indennità per i miglioramenti prevista dall'art. 985 c.c.? E all'opposto, se l'usufruttuario ha concorso all'adozione di una deliberazione che ha svilito il valore di mercato delle azioni, è obbligato a ristorare il socio del pregiudizio subito?

³³ Sostanzialmente dello stesso avviso è Trib. Milano 11 luglio 1994, cit., per quanto tale sentenza muova, come abbiamo osservato, dalla premessa errata che l'usufruttuario è tenuto a votare perseguendo l'interesse sociale.

³⁴ Nello stesso senso ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, cit., p. 24; SACCHI, *op. cit.*, p. 357.

Innanzitutto va premesso che, per poter dire che l'usufruttuario ha causato un miglioramento o un deterioramento del valore delle azioni, occorre che il suo voto sia stato determinante per l'approvazione della deliberazione: in caso contrario, infatti, poiché la deliberazione sarebbe stata adottata ugualmente anche se l'usufruttuario avesse espresso voto contrario, manca il nesso di causalità tra il voto dell'usufruttuario e l'incremento o il decremento del valore delle azioni.

Tanto premesso, tentiamo di fornire una risposta agli interrogativi di cui sopra, cominciando dall'ipotesi in cui il valore delle azioni risulti incrementato grazie al voto dell'usufruttuario. Il disposto dell'art. 985 c.c. sui miglioramenti apportati al bene dall'usufruttuario presuppone all'evidenza che l'usufruttuario abbia sostenuto una spesa per i predetti miglioramenti, e proprio su questo presupposto gli accorda il diritto a un'indennità, che per l'appunto viene calcolata, ai sensi del 2° comma, nella minore somma tra l'importo della spesa e l'aumento di valore della cosa. Sembra dunque logico che nessuna indennità possa spettare all'usufruttuario che abbia apportato dei miglioramenti senza affrontare alcun costo. Alla luce di ciò è evidente che, nel caso dell'usufrutto di azioni, l'usufruttuario non ha diritto ad alcuna indennità per gli incrementi del valore delle azioni che siano dipesi da una deliberazione assembleare adottata con il suo voto favorevole, perché non ha sostenuto alcun esborso del quale debba essere indennizzato.

Per quanto riguarda poi la diminuzione di valore del bene, è stato osservato in via generale che «l'usufruttuario non è tenuto di solito a comportarsi come farebbe il nudo proprietario, il quale, per reintegrare il valore della cosa o la sua efficienza produttiva, potrebbe rinunciare ai frutti di qualche anno e investirli in essa o potrebbe contrarre prestiti, azzardare speculazioni e così via. Il nudo proprietario dunque, ricevendo in restituzione una cosa deteriorata o svalutata, non potrebbe fondare una doglianza contro l'usufruttuario sull'argomento che egli, nudo proprietario, avrebbe trovato il modo di impedire il deterioramento e la svalutazione, ma deve dimostrare che l'usufruttuario ha violato una o più tra le obbligazioni poste a suo carico dalla legge»³⁵. Trasferendo queste considerazioni all'usufrutto di azioni, si può dire che l'usufruttuario non è tenuto a perseguire l'obiettivo della conservazione del valore delle azioni anche a costo, ad esempio, di rinunciare alla distribuzione di utili per acconsentire al loro accantonamento

per investimenti futuri, e dunque il nudo proprietario nulla può pretendere a fronte di una diminuzione di valore delle azioni che sia dipesa dalla mancata assunzione di un'iniziativa di questo tipo.

Veniamo infine al terzo asserito limite all'esercizio del voto individuato dalla giurisprudenza, rappresentato dall'obbligo di osservare i principi della buona amministrazione societaria e di perseguire l'interesse sociale. Va osservato innanzitutto – prescindendo dalla questione complessa dell'esatta definizione di interesse sociale, sulla quale la dottrina è da lungo tempo divisa³⁵ – che tale obbligo non coincide con quello di preservare il valore economico della partecipazione in società. Vi sono infatti delle deliberazioni che risultano rispondenti all'interesse della società, ma che possono determinare un depauperamento della partecipazione azionaria gravata da usufrutto. Si pensi ad esempio all'ipotesi in cui oggetto di usufrutto siano tante azioni che rappresentano una quota del 35% del capitale sociale, e lo statuto preveda per l'assemblea straordinaria un *quorum* deliberativo particolarmente elevato, pari ai due terzi del capitale sociale (cioè il 66,67%). In una tale ipotesi è evidente che il pacchetto del 35% delle azioni attribuisce sostanzialmente un diritto di veto, perché chi lo possiede è in grado da solo di impedire il raggiungimento del *quorum*. In questo scenario, supponiamo che l'usufruttuario del 35% delle azioni voti a favore di una deliberazione dell'assemblea straordinaria che approvi una modifica statutaria volta a ridurre il *quorum* deliberativo in assemblea straordinaria dai due terzi alla metà del capitale sociale. Una deliberazione siffatta potrebbe corrispondere in concreto all'interesse della società, poiché elimina un sostanziale diritto di veto preesistente a favore del socio titolare del 35% delle azioni e così facendo rende più agevole il raggiungimento del *quorum* e impedisce possibili *empasse* sulle materie di competenza dell'assemblea straordinaria. È evidente però che la medesima deliberazione diminuisce considerevolmente il valore del pacchetto azionario del 35% oggetto di usufrutto, giacché tale pacchetto non attribuisce più quel diritto di veto che prima di fatto era ad esso inerente. Dunque la deliberazione in questione da un lato corrisponde all'interesse sociale, dall'altro invece diminuisce il valore della partecipazione

³⁵ PUGLIESE, *op. cit.*, p. 450.

³⁶ Com'è noto, si contrappongono da un lato le teorie c.d. istituzionaliste, le quali affermano che l'interesse sociale è l'interesse proprio dell'istituzione-società e dunque trascende l'interesse dei singoli soci; dall'altro le teorie c.d. contrattualiste, che identificano l'interesse sociale con l'interesse dei soci attuali: v. per tutti JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano 1964.

azionaria oggetto di usufrutto.

Chiarito che l'obbligo di perseguire l'interesse sociale non coincide e anzi può confliggere con l'obbligo di preservare il valore economico della partecipazione in società, vediamo se esso si impone effettivamente all'usufruttuario.

In realtà il socio può votare in assemblea secondo quello che è il proprio interesse personale, non essendovi norma né principio che lo obblighi in via generale a votare secondo l'interesse della società³⁷. Per fare un esempio si pensi all'ipotesi in cui la società, trovandosi in difficoltà finanziaria e avendo bisogno di un'ingente ricapitalizzazione alla quale i soci, con le proprie risorse, non sono in grado di fare fronte, decida di deliberare un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, in modo da consentire l'ingresso di nuovi soci in grado di conferire il capitale necessario. Questa deliberazione risulta rispondente all'interesse sociale; tuttavia un socio, magari per un errore di valutazione, potrebbe essere contrario alla sua adozione perché la sottoscrizione dell'aumento di capitale da parte di nuovi soci comporterà una diminuzione della quota rappresentata dal proprio pacchetto azionario, e conseguentemente una diminuzione della propria quota di partecipazione agli utili e un'attenuazione del peso del proprio voto in assemblea. In questo caso non v'è dubbio che il socio possa votare in piena legittimità contro la deliberazione di aumento di capitale senza diritto di opzione.

L'unico caso in cui il voto espresso dal socio in contrasto con l'interesse sociale risulta illegittimo è quello in cui sussiste un conflitto di interessi tra il socio e la società. È bene sottolineare però che, nell'ipotesi di conflitto di interessi, il socio è portatore di due interessi, uno inerente alla propria posizione di socio, l'altro (proprio o di un terzo) esterno alla società (es. il socio o sua moglie sono amministratori di un'altra società creditrice della prima), e il conflitto ricorre tra questo secondo interesse esterno alla società e l'interesse sociale³⁸. Dunque il mancato perseguimento dell'interesse sociale rileva solo allorché il socio sia portatore di un interesse esterno in conflitto con quello della società, mentre non ha rilievo se il socio persegue soltanto l'interesse inerente alla propria partecipazione nella società. Così nell'esempio che abbiamo proposto prima, in

³⁷ GRIPPO, *L'assemblea nella società per azioni*, in *Tratt. Rescigno*, 16, Torino 1985, p. 389 ss.; DI SABATO, *Diritto delle società*, cit., p. 316; per CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2, cit., p. 335, il voto è rimesso all'apprezzamento discrezionale del socio, che però deve esercitarlo in modo da non arrecare un danno patrimoniale alla società.

cui un socio vota contro un necessario aumento di capitale senza diritto di opzione, perché vuole conservare la propria quota di partecipazione, c'è un contrasto fra l'interesse della società e l'interesse del socio, ma quest'ultimo è un interesse che inerisce alla partecipazione sociale e non un interesse esterno: pertanto la situazione ipotizzata non può essere qualificata come una situazione di conflitto di interesse.

Alla luce di questa premessa, e venendo specificamente all'usufrutto di azioni, non si può affermare in via generalizzata che l'usufruttuario è tenuto nei confronti del nudo proprietario a votare perseguendo l'interesse sociale, e che se non rispetta tale obbligo è tenuto a risarcire i danni allo stesso nudo proprietario. Tuttavia qualora l'usufruttuario eserciti il voto perseguendo un interesse proprio o di terzi esterno rispetto alla sua posizione in società, e in conflitto con l'interesse della società stessa, tale voto sarà espresso illegittimamente: da ciò però non discende solo una responsabilità dell'usufruttuario verso il nudo proprietario (che si giustifica perché una tale condotta non è conforme al canone della diligenza del buon padre di famiglia), ma deriva anche l'annullabilità *ex art. 2377 c.c.* della deliberazione assunta (qualora quest'ultima possa arrecare un danno alla società), in forza del disposto dell'art. 2373, 1° comma, c.c.³⁹, alla quale si deve ulteriormente aggiungere, secondo parte della dottrina, la responsabilità verso la società⁴⁰.

Con riguardo al conflitto di interessi dobbiamo fare una precisazione terminologica. La dottrina rileva correttamente che l'art. 2373 c.c. non vieta al socio in conflitto di interessi di esprimere il proprio voto, ma si limita a sancire l'annullabilità della delibera adottata con il suo voto determinante, se potenzialmente dannosa per la società. Dunque non si può parlare di divieto di voto per il socio in conflitto di interessi, se si in-

³⁸ GALGANO, *Diritto commerciale. Le società*, 15^a ediz., Bologna 2005, p. 290; PASQUARIELLO, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, I, Padova 2005, *sub art. 2373*, p. 493 s.

³⁹ Sull'applicabilità dell'art. 2373 c.c. all'usufruttuario concorda anche POLI, *Pegno, usufrutto e sequestro*, cit., p. 239 s.

⁴⁰ Nel senso che il socio che vota in conflitto di interessi con la società è tenuto a risarcire i danni alla società stessa v. M. CIAN, in *Commentario Cian-Trabucchi*, 8^a ediz., Padova 2007, *sub art. 2373*, p. 2681; così anche JAEGER, nota a Cass. 26 ottobre 1995, n. 11151, in *G. comm.* 1996, 2, p. 338. Il cumulo del rimedio dell'annullamento con quello risarcitorio, del resto, è comunemente ammesso anche, in ambito negoziale, nel caso di contratto stipulato dal rappresentante in conflitto di interessi con il rappresentato (art. 1394 c.c.); si discute poi se tale responsabilità ha natura extracontrattuale (P. D'AMICO, voce *Rappresentanza (Diritto civile)*, in *Enc. g. Treccani*, XXIX, Roma 1993, p. 11; Cass. 9 novembre 1971, n. 3154) oppure contrattuale, discendendo dalla violazione dell'obbligo legale di non utilizzare la procura in contrasto con l'interesse del rappresentato (MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, Milano 2002, p. 410 ss.; BIANCA, *Diritto civile*, 3, *Il contratto*, 2^a ediz., Milano 2000, p. 98 e nota 105).

tende il divieto come sospensione del voto. Tuttavia si può parlare di divieto di voto perché il voto espresso in conflitto di interessi è sanzionato dall'ordinamento con l'invalidità della delibera adottata con il suo apporto determinante (sempre che la delibera sia potenzialmente dannosa per la società), nonché, secondo alcuni, con l'obbligo per il socio di risarcire alla società.

Dopo avere vagliato criticamente la posizione della giurisprudenza sui limiti all'esercizio del diritto di voto da parte dell'usufruttuario, è necessario analizzare la tesi sostenuta da una dottrina autorevole, secondo la quale l'usufruttuario sarebbe chiamato a rispondere dei danni arrecati al nudo proprietario soltanto nel caso in cui si possa dimostrare che egli ha votato non per il perseguimento dell'«interesse tipico di godimento», bensì all'esclusivo scopo di nuocere al nudo proprietario stesso, «o comunque per il perseguimento di un interesse in conflitto con quello dell'azionista (tipica l'ipotesi dell'eliminazione di un'impresa concorrente)»⁴¹.

Innanzitutto non convince l'affermazione che quelli appena ricordati sarebbero gli unici limiti all'esercizio del voto da parte dell'usufruttuario, poiché si devono considerare anche l'obbligo di adoperare la diligenza del buon padre di famiglia e l'obbligo di conservare la destinazione economica della *res*, dei quali abbiamo parlato in precedenza.

Non persuade nemmeno, per diverse ragioni, il riferimento a un asserito «interesse tipico di godimento»⁴². In primo luogo il citato interesse che si vorrebbe imporre all'usufruttuario di perseguire appare indeterminato nel suo contenuto. In secondo luogo la disciplina dell'usufrutto non attribuisce rilievo a tale interesse, poiché non contiene un obbligo per l'usufruttuario di perseguirlo né prevede una sanzione per l'usufruttuario che abbia agito per scopi diversi da quelli di godimento, ma reagisce soltanto a quelle condotte negligenti dell'usufruttuario che determinino un deterioramento ovvero un pericolo di perimento del bene (cfr. art. 1015 c.c.). Infine non si comprende che rapporto vi sia, ai fini della responsabilità dell'usufruttuario, tra il non avere perseguito questo «interesse tipico di godimento» e l'aver agito all'esclusivo scopo di nuocere al nudo

⁴¹ PARTESOTTI, *op. cit.*, p. 317; App. Roma 3 aprile 1958, in *Banca, borsa e tit. cred.* 1959, II, p. 83, addirittura ritiene che il divieto di agire *in odium debitoris* sia l'unico limite che l'usufruttuario incontra nell'esercizio del voto.

proprietario o comunque allo scopo di perseguire un interesse in conflitto con quello dell'azionista. Quanto al rapporto tra mancato perseguimento dell'interesse di godimento e scopo esclusivo di nuocere al nudo proprietario, va rilevato che chi agisce unicamente a quest'ultimo scopo evidentemente non persegue un interesse di godimento, per cui il riferimento a siffatto interesse è superfluo; pertanto o la responsabilità sorge se l'usufruttuario ha agito all'esclusivo scopo di nuocere al nudo proprietario, e dunque il mancato perseguimento dell'interesse di godimento non è un limite all'esercizio del voto, oppure la responsabilità sorge se l'usufruttuario non ha perseguito un interesse di godimento, e allora non ha senso il riferimento all'esclusivo scopo di nuocere al nudo proprietario. Quanto invece al rapporto tra mancato perseguimento dell'interesse di godimento e conflitto di interessi con il nudo proprietario, la dottrina in esame li pone in alternativa, ravvisando l'illiceità del voto espresso dall'usufruttuario se ricorre l'una "o comunque" l'altra ipotesi. Ma *quid iuris* se il voto è espresso senza perseguire l'interesse di godimento, però in modo non configgente con gli interessi del nudo proprietario? Come potrà l'usufruttuario risarcire il danno al nudo proprietario, se l'interesse di questi non è pregiudicato? E *quid iuris*, ancora, se il voto è espresso perseguendo l'interesse di godimento, ma questo interesse risulta in contrasto con quello del nudo proprietario? Dovrà forse l'usufruttuario risarcire il danno al nudo proprietario, anche se ha agito perseguendo quello che asseritamente è il proprio interesse tipico?

Queste perplessità dovrebbero indurre ad evitare, nell'indagine sui limiti all'esercizio del voto da parte dell'usufruttuario, il riferimento a un asserito «interesse tipico di godimento» di cui l'usufruttuario dovrebbe essere portatore.

Occorre dunque analizzare i due limiti all'esercizio del voto proposti dalla tesi dottrinale che stiamo esaminando, depurandoli, per così dire, dall'improprio riferimento al predetto interesse.

Sul primo di tali limiti, costituito dal divieto di esercitare il voto al solo scopo di nuocere al nudo proprietario, si può concordare: infatti che l'usufruttuario incorra in una responsabilità risarcitoria verso il nudo proprietario qualora agisca al solo scopo di nuocere a quest'ultimo senza perseguire un interesse proprio, appare conforme al principio

⁴² Richiamato anche da SACCHI, *op. cit.*, p. 354 ss., il quale però fa coincidere l'obbligo dell'usufruttuario di perseguire il predetto "interesse tipico di godimento" con l'obbligo di rispettare la destinazione economica della cosa di cui all'art. 981, 1° comma, c.c.

generale per cui *quod alii nocet et sibi non prodest, non licet*.

Invece il secondo limite, che sarebbe rappresentato dal divieto di perseguire un interesse in conflitto con quello dell'azionista, appare ingiustificato per la ragione che abbiamo esposto quando abbiamo criticato l'orientamento giurisprudenziale secondo il quale l'usufruttuario non dovrebbe arrecare con il proprio voto un danno ingiusto al nudo proprietario, e cioè che la legge riconosce all'usufruttuario la titolarità del voto quale diritto proprio e autonomo, che dunque può essere esercitato senza tenere conto dell'interesse del nudo proprietario.

Un'altra dottrina individua, quale ulteriore limite all'esercizio del voto da parte dell'usufruttuario, l'obbligo per lo stesso di comportarsi secondo correttezza e buona fede, obbligo che sussisterebbe sia nei confronti del socio nudo proprietario che nei confronti degli altri membri della compagine sociale, con la significativa differenza però che il primo potrebbe reagire alla violazione chiedendo l'applicazione dei rimedi di cui all'art. 1015 c.c. e il risarcimento dei danni⁴³, mentre i secondi avrebbero a disposizione l'azione di annullamento della deliberazione *ex art. 2377 c.c.*⁴⁴.

Ci sembra che sia superfluo richiamare il principio generale di correttezza e buona fede oggettiva per giustificare un obbligo dell'usufruttuario verso il nudo proprietario che ha già uno specifico fondamento normativo nell'art. 1001, comma 2, c.c. (dovere di diligenza dell'usufruttuario), in combinato disposto con l'art. 1015 c.c. (abuso dell'usufruttuario).

Diverso è invece il discorso che riguarda l'obbligo di correttezza e buona fede nei confronti degli altri soci diversi dal nudo proprietario. La questione della sussistenza di un tale obbligo ci conduce al di fuori dell'ambito dei limiti al diritto di voto che si pongono nei rapporti interni tra usufruttuario e nudo proprietario, e ci introduce invece all'esame dei limiti al diritto di voto che si pongono nei rapporti esterni tra l'usufruttuario e gli altri soci.

γ) *I limiti che l'usufruttuario incontra nell'esercizio del voto, derivanti dai*

⁴³ Sul cumulo dei due rimedi la dottrina è concorde (DE MARTINO, *Dell'usufrutto, dell'uso e dell'abitazione*, cit., *sub art. 1015*, p. 341; BIGLIAZZI GERI, *op. cit.*, p. 276; GALLO, *op. cit.*, p. 70; secondo PUGLIESE, *op. cit.*, p. 527 s., i rimedi di cui all'art. 1015 c.c. avrebbero già una funzione restitutoria, oltre che sanzionatoria, e pertanto un ulteriore risarcimento a vantaggio del nudo proprietario potrebbe essere disposto solo se il vantaggio provocato dai predetti rimedi appare insufficiente a riparare il danno).

rapporti con gli altri soci diversi dal nudo proprietario: l'abuso del voto.

La questione della sussistenza di un obbligo, nei confronti degli altri soci, di votare secondo correttezza e buona fede, si ricollega alla tematica dell'abuso del diritto di voto da parte della maggioranza, al quale la giurisprudenza ha riconosciuto rilievo quale autonoma causa di annullamento della deliberazione assembleare, talora riconducendolo alla figura dell'eccesso di potere, talaltra fondandolo appunto sul canone generale di buona fede. In questa sede non possiamo procedere ad una trattazione approfondita del problema, per cui ci limiteremo ad alcune brevi riflessioni, che riguarderanno dapprima l'abuso nel voto del socio di maggioranza, e che saranno estese successivamente all'abuso nel voto da parte del socio di minoranza e poi all'abuso nel voto da parte dell'usufruttuario.

La giurisprudenza che si occupa dell'abuso della maggioranza nell'esercizio del voto non sempre impiega una terminologia sufficientemente precisa, rendendo così disagevole l'esatta individuazione dei presupposti in presenza dei quali dovrebbe ricorrere tale fattispecie. Su tale individuazione non v'è uniformità di vedute, ma si registrano ben tre distinti orientamenti:

1) secondo un primo filone l'abuso della maggioranza sarebbe ravvisabile «nelle ipotesi in cui [la deliberazione assembleare] risulti arbitrariamente e fraudolentemente preordinata al perseguimento, da parte di soci di maggioranza, di interessi divergenti da quelli societari, ovvero alla realizzazione di scopi lesivi del singolo partecipante, mentre, al di fuori di tali ipotesi, resta preclusa ogni possibilità di sindacato giurisdizionale in ordine ai motivi che hanno indotto la maggioranza dei soci ad adottare deliberazioni siffatte»⁴⁵;

2) un'altra pronuncia sembra collegare l'abuso della maggioranza alla sola adozione di scelte contrastanti con gli interessi della società, senza attribuire valore all'eventuale scopo di arrecare un pregiudizio alla minoranza⁴⁶;

3) infine un terzo orientamento afferma che l'abuso e la conseguente annullabilità della deliberazione sono richiamabili «in quanto la delibera non abbia una propria ed

⁴⁴ POLI, *Il pegno di azioni*, cit., p. 404 ss. e 430 ss., con riferimento al pegno, ma lo stesso autore, in *Il nuovo diritto delle società*, cit., p. 240 s., oltre a ribadire la tesi espressa nella monografia, la estende espressamente all'usufrutto.

⁴⁵ Cass. 5 maggio 1995, n. 4923; conformemente Cass. 4 maggio 1994, n. 4323 e Cass. 29 maggio 1986, n. 3628.

autonoma giustificazione sulla base dei legittimi interessi dei soci di maggioranza e la finalità fraudolenta in danno della minoranza costituisca l'unica ragione della delibera»⁴⁷.

In sostanza, mentre secondo la prima impostazione la maggioranza abusa del voto quando lo esercita per uno scopo divergente dall'interesse sociale oppure allo scopo di pregiudicare la minoranza, la seconda tesi ravvisa l'abuso solo se il voto è esercitato per uno scopo divergente dall'interesse sociale, la terza invece, all'opposto, lo configura unicamente se lo scopo esclusivo del voto è quello di arrecare pregiudizio alla minoranza.

Il primo orientamento, tuttavia, ad un'attenta analisi risulta avere una portata minore rispetto a quella che sembrerebbe *prima facie*. Le sentenze che in esso si inscrivono, infatti, non dicono che ricorre un abuso allorquando il voto è esercitato per scopi di qualsivoglia natura confliggenti con l'interesse sociale, ma dicono che ricorre un abuso allorquando il voto è esercitato per scopi «extrasociali»⁴⁸ confliggenti (anche solo potenzialmente) con l'interesse sociale, lasciando intendere così che non c'è abuso se il voto è esercitato per uno scopo non estraneo alla posizione di socio ancorché tale scopo sia confligente con l'interesse sociale. La precisazione è alquanto importante, perché deve escludersi recisamente che il giudice abbia in via generale il potere di sindacare la rispondenza delle deliberazioni assembleari all'interesse sociale, valutandone l'opportunità sotto il profilo economico e della gestione d'impresa: un tale sindacato sconfinerebbe fatalmente in una valutazione sull'opportunità della deliberazione, che

⁴⁶ Cass. 27 aprile 1990, n. 3535.

⁴⁷ Cass. 11 marzo 1993, n. 2958; nello stesso senso Trib. Milano 28 gennaio 1998, in *Società* 1998, p. 946, con nota di Picone, e Trib. Milano ord. 2 giugno 2000, in *F. it.* 2000, I, c. 3638, con nota di Enriques. Al medesimo orientamento si può ascrivere anche Cass. 26 ottobre 1995, n. 11151, in *G. comm.* 1996, 2, p. 329, con note di Jaeger, Angelici, Gambino, Costi e Corsi: infatti nonostante la massima non faccia riferimento a uno scopo esclusivo di nuocere alla minoranza, ma parli anche di uno scopo di avvantaggiare la maggioranza, in concreto tale sentenza ha ravvisato l'abuso riconoscendo che la delibera di scioglimento anticipato della società era stata adottata al solo scopo di estromettere un socio, senza fare menzione della sussistenza in concreto di qualsivoglia fine utilitaristico della maggioranza [«La delibera assembleare, adottata a proprio esclusivo vantaggio dai soci di maggioranza di una società di capitali in danno di quelli di minoranza (nella specie, si assumeva che la delibera di scioglimento anticipato della società fosse stata adottata al solo scopo di estromettere un socio), è illegittima ed impugnabile a norma dell'art. 2377 c.c., essendo applicabile in materia l'art. 1375 c.c., in base al quale il contratto deve essere eseguito secondo buona fede, atteso che le determinazioni dei soci durante lo svolgimento del rapporto associativo debbono essere considerate, a tutti gli effetti, come veri e propri atti di esecuzione, perché preordinati alla migliore attuazione del contratto sociale»]. Analoga considerazione si può fare per Cass. 21 dicembre 1994, n. 11017.

invece rientra nella competenza esclusiva dell'organo assembleare, mentre all'autorità giudiziaria compete solo un controllo di legittimità⁴⁹. Come abbiamo già detto infatti il socio, sia esso di maggioranza o di minoranza, non ha l'obbligo di perseguire l'interesse sociale, salva l'applicabilità dell'art. 2373 c.c. qualora egli sia portatore di un interesse (per conto proprio o di un terzo) estraneo all'interesse di socio e in conflitto con quello della società.

Pertanto la prima ipotesi di abuso individuata dall'orientamento in esame risulta sostanzialmente coincidente con la fattispecie del conflitto di interessi di cui all'art. 2373 c.c. Ma ricorrere alla figura dell'abuso di potere nel voto, quale causa di illegittimità delle deliberazioni assembleari di creazione dottrinale e giurisprudenziale, per indicare con essa una fattispecie che è già normativamente disciplinata, non ha alcun senso e rischia soltanto di generare confusione.

Dunque la portata che l'orientamento in esame attribuisce all'abuso nel voto, ravvisato sia allorquando la maggioranza vota per perseguire un proprio interesse configgente con quello della società, sia allorquando la maggioranza vota esclusivamente per ledere la posizione di un socio di minoranza, deve essere ridotta a questa seconda ipotesi. Del resto le sentenze riferibili a tale orientamento, sebbene abbiano enunciato il principio di diritto nei termini ampi appena riferiti, in concreto si sono pronunciate tutte su controversie nelle quali veniva in rilievo l'esercizio del voto allo scopo esclusivo di arrecare pregiudizio alla minoranza⁵⁰.

Così ridotto nella sua portata, il primo orientamento finisce per coincidere con il terzo.

Quanto al secondo orientamento, la sentenza che lo esprime affronta in modo altrettanto stringato il problema della determinazione della fattispecie dell'abuso della

⁴⁸ Così Cass. 3628/1986, mentre Cass. 4323/1994 parla di interessi personali; Cass. 4923/1995 invece si limita a richiamare, aderendovi, il principio di diritto enunciato da Cass. 3628/1986.

⁴⁹ Significativamente questa precisazione dei limiti del sindacato giurisdizionale delle deliberazioni assembleari si trova sia nella motivazione di Cass. 4323/1994 cit., sia nella nota adesiva di RORDORF a Cass. 3628/1986 cit., in *Società* 1986, p. 1091.

⁵⁰ Nello specifico Cass. 4923/1995 riguardava una deliberazione di scioglimento e di messa in liquidazione della società, con conferimento ai liquidatori del potere di cedere l'azienda o singoli rami di essa, che alcuni soci di minoranza affermavano essere stata adottata al fraudolento scopo di escluderli dalla gestione, conculcando in particolare il loro diritto di recesso; Cass. 4323/1994 riguardava una deliberazione di aumento di capitale asseritamente adottata al preciso scopo di diminuire la partecipazione di alcuni soci che si trovavano nell'impossibilità di esercitare il diritto di opzione; Cass. 3628/1986 concerneva anch'essa una deliberazione di scioglimento che si assumeva essere stata adottata allo scopo di pregiudicare un socio.

maggioranza, poiché dice soltanto che la deliberazione assembleare può essere ritenuta illegittima allorquando sia ravvisabile «un disegno della maggioranza di realizzare propri interessi particolari in contrasto non con quelli particolari della minoranza ma con quelli oggettivamente sociali, desumibili dalla “causa” e dall’“oggetto” della società». Tale affermazione però si espone alle medesime critiche che abbiamo rivolto al primo orientamento quanto all’insussistenza di un obbligo di perseguire l’interesse sociale, salva l’ipotesi di conflitto di interessi.

Venendo infine all’ultimo dei tre orientamenti giurisprudenziali sopra ricordati, che ravvisa l’abuso nel voto laddove la finalità fraudolenta in danno della minoranza costituisce l’unica ragione della deliberazione, esso merita di essere accolto. È opportuno sottolineare la circostanza che l’abuso non si registra ogniqualvolta venga adottata una deliberazione che pregiudica la minoranza, ma solo allorquando il pregiudizio per la minoranza costituisce l’unico scopo della deliberazione. Ciò è chiarito molto bene nelle due pronunce (una sentenza e un’ordinanza) del Tribunale di Milano del 28 gennaio 1998 e del 2 giugno 2000, già citate in nota. Nella prima si legge: «è comunque necessaria la dimostrazione di un esercizio “fraudolento” ovvero “ingiustificato” del potere di voto, l’abuso non potendo consistere nella mera valutazione discrezionale del socio dei propri interessi (in ipotesi diversi da quelli degli altri soci), ... ma dovendo concretarsi nella intenzionalità specificamente dannosa del voto ovvero ... nella compressione degli altrui diritti *in assenza di apprezzabile interesse del votante*, la cui manifestazione di volontà risulta dunque di fatto arbitrariamente dannosa»⁵¹. La seconda poi afferma: «Funzionalizzare l’esercizio del diritto di voto ad un interesse effettivo individuato dall’interprete in termini sia di interesse autonomo e preminente dell’ente societario sia di conseguente assetto equilibrato dell’interesse dei soci, finisce per determinare un’interferenza ed una sovrapposizione della determinazione giudiziaria che non appaiono consentite. (...) Sicché appare corretto affermare che qualora la delibera abbia comunque una propria ed autonoma giustificazione sulla base di una legittima valutazione dei soci e *la finalità in danno degli altri soci non costituisca quindi l’unica ragio-*

⁵¹ Trib. Milano 28 gennaio 1998 cit.: nella specie si è negato che vi fosse stato un abuso nell’adozione di una deliberazione di scioglimento della società, poiché i soci di minoranza che l’avevano impugnata si erano limitati ad affermare che tale deliberazione era in conflitto con il loro interesse alla prosecuzione del rapporto, senza dimostrarne il carattere abusivo.

ne della delibera, non si riscontra la causa di annullabilità della delibera stessa»⁵² (il corsivo è nostro).

Intendendo l'abuso di potere nell'accezione che riteniamo di condividere, il suo accertamento da parte del giudice non provoca uno sconfinamento nell'ambito riservato alla discrezionalità dell'organo assembleare, perché non si risolve in una valutazione sull'opportunità della deliberazione e sulla sua rispondenza all'interesse sociale, ma è limitato a un'indagine sugli scopi della deliberazione, quali si possono desumere in via induttiva dal complesso delle circostanze del caso.

La nozione di abuso di potere da noi accolta riserva degli spazi alquanto angusti all'operatività dell'istituto, anche in considerazione del fatto che la prova dell'abuso, che deve essere fornita da chi lo lamenta, appare tutt'altro che agevole, essendo arduo dimostrare che la deliberazione controversa non può trovare alcuna ragionevole giustificazione al di fuori dell'intento di nuocere al socio di minoranza⁵³; a conferma di ciò sta il fatto che sono assai rare le pronunce della giurisprudenza che accordano l'annullamento della deliberazione per questa causa.

Definiti i presupposti necessari perché ricorra un abuso della maggioranza, possiamo aggiungere che, secondo autorevole dottrina, le conseguenze del medesimo non sono limitate all'annullabilità della deliberazione, ma comprendono anche un obbligo risarcitorio in capo al socio o ai soci che hanno perpetrato l'abuso⁵⁴, nonché, secondo taluno, anche in capo alla società⁵⁵.

Considerazioni analoghe a quella che abbiamo appena svolto sui presupposti in presenza dei quali ricorre un abuso della maggioranza nell'esercizio del voto, si possono fare anche con riguardo all'abuso della minoranza. Tale abuso ricorre pertanto allor-

⁵² Trib. Milano ord. 2 giugno 2000 cit., che decideva il reclamo avverso il provvedimento con il quale si era rigettata la domanda di provvedimento d'urgenza ex art. 700 c.p.c. volto a dichiarare provvisoriamente approvato il bilancio di esercizio ovvero a dichiarare che la prossima assemblea avrebbe dovuto approvare il bilancio stesso: nella specie si è negato che sussistesse il *fumus boni iuris* dell'abusività della deliberazione con la quale non si approvava il bilancio.

⁵³ Il rilievo è di TAURINI, *Aumento di capitale con modalità a vantaggio del socio di maggioranza*, nota a Cass. 11 marzo 1993, n. 2958, cit., in *Società* 1993, p. 1054.

⁵⁴ JAEGER, nota a Cass. 26 ottobre 1995, n. 11151, in *G. comm.* 1996, 2, cit., p. 338; invece CORSI, anch'egli in nota alla medesima sentenza, in *G. comm.* 1996, 2, p. 353, sembrerebbe porre il risarcimento del danno per equivalente, mediante corresponsione di una somma di denaro, in alternativa rispetto al risarcimento in forma specifica, mediante l'annullamento della delibera, consentendo al primo rimedio di venire in gioco solo nel caso in cui non possa operare il secondo.

⁵⁵ PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Tratt. Colombo-Portale*, 3**, Torino 1993, p. 74 ss.

quando i soci di minoranza impediscano con il loro voto contrario l'adozione di una deliberazione, per la cui approvazione è determinante il loro consenso, al solo fine di pregiudicare la maggioranza e senza avervi uno specifico interesse⁵⁶.

Così delineata la figura dell'abuso nel voto, possiamo senz'altro riconoscere che, come essa limita l'esercizio del voto da parte del socio, così costituisce un limite anche per l'usufruttuario delle azioni, indipendentemente dal fatto che queste ultime rappresentino una quota di maggioranza o di minoranza. Vale la pena di precisare che l'abuso del voto da parte dell'usufruttuario è logicamente distinto dall'abuso del diritto di usufrutto sanzionato dall'art. 1015 c.c., poiché il primo consiste nella violazione di un obbligo di correttezza nei confronti degli altri soci diversi dal nudo proprietario, mentre il secondo ricorre allorché l'usufruttuario contravviene agli obblighi che gli sono imposti dalla disciplina dell'usufrutto nei confronti del nudo proprietario. Ciò non toglie che in concreto il medesimo voto espresso dall'usufruttuario possa integrare contemporaneamente sia un abuso verso gli altri soci, sia un abuso verso il nudo proprietario.

δ) Sintesi dei limiti che l'usufruttuario incontra nell'esercizio del voto e delle conseguenze del loro superamento.

A conclusione di questo lungo esame dei limiti che l'usufruttuario incontra nell'esercizio del diritto di voto riconosciutogli dall'art. 2352, comma 1, c.c., possiamo dire in sintesi che questi ha l'obbligo: a) di adoperare la diligenza del buon padre di famiglia; b) di conservare la destinazione economica della *res*; c) di non compiere atti emulativi agendo all'esclusivo scopo di nuocere al nudo proprietario. Si tratta di limiti che non derivano dalla disciplina societaria bensì dalla disciplina generale dell'usufrutto, e che attengono esclusivamente ai rapporti *inter partes* senza avere alcuna rilevanza per la società. Pertanto in caso di superamento di questi limiti la deliberazione assembleare assunta rimane comunque valida, ma il socio può legittimamente avanzare pretese risarcitorie nei confronti dell'usufruttuario. È opportuno precisare che il nudo proprietario può chiedere all'usufruttuario il risarcimento del danno per illegittimo

⁵⁶ Non appare condivisibile pertanto l'opinione espressa da M. CIAN, in *Commentario Cian-Trabucchi*, cit., p. 2681, secondo la quale l'abuso postulerebbe un voto negativo espresso dalla minoranza per il perseguimento esclusivo di un proprio interesse extrasociale a danno della maggioranza: ci sembra infatti che l'abuso si abbia quando la minoranza agisce al solo scopo di danneggiare la maggioranza, e non quando agisce al fine di perseguire un proprio interesse extrasociale. Naturalmente, quando il socio di minoranza persegue un proprio interesse extrasociale e questo interesse risulta in conflitto con l'interesse della società, viene in applicazione la disposizione dell'art. 2373 c.c.

esercizio del voto solo nei tre casi indicati: del resto è stato giustamente osservato che ampliare lo spettro delle ipotesi in cui è consentito al nudo proprietario avanzare pretese risarcitorie, significherebbe «avvolgere il diritto di voto nelle spire di un contenzioso inestricabile»⁵⁷.

Da queste considerazioni emerge che gli spazi per una responsabilità dell'usufruttuario derivante dall'illegittimo esercizio del voto sono abbastanza angusti. Tuttavia, se l'usufruttuario vuole essere sicuro di non incorrere in una responsabilità siffatta, può pur sempre consultare il socio prima di esercitare il voto, attenendosi poi alle istruzioni ricevute.

Ai tre limiti sopra indicati si devono aggiungere poi due ulteriori limiti, che si pongono non tanto nei confronti del nudo proprietario quanto piuttosto rispettivamente verso la società e verso gli altri soci, e che non sono propri soltanto dell'usufruttuario ma si estendono in via generale a tutti coloro che esercitano il diritto di voto: il primo è costituito dal divieto di votare in conflitto di interessi con la società (divieto che non deve essere inteso nel senso che il voto è sospeso, come abbiamo precisato), il secondo è rappresentato dal divieto di abusare del voto esercitandolo all'esclusivo scopo di danneggiare alcuni soci. La conseguenza della violazione di questi due divieti però è principalmente quella dell'annullabilità della deliberazione *ex art. 2377 c.c.* Qualora però tale violazione si riveli anche dannosa per il nudo proprietario, potrebbe rilevare altresì quale violazione del canone della diligenza del buon padre di famiglia, facendo sorgere un'obbligazione risarcitoria nei confronti del nudo proprietario. Si aggiunga poi che, come abbiamo ricordato sopra, secondo parte della dottrina il conflitto di interessi fa sorgere anche una responsabilità verso la società, e sempre secondo parte della dottrina l'abuso di potere fa sorgere anche una responsabilità verso gli altri soci danneggiati.

b) Il diritto di voto nelle materie di competenza dell'assemblea dei soci, incorporato negli strumenti finanziari partecipativi.

Prendiamo le mosse dal diritto di voto, che può essere attribuito – come abbiamo detto nella sezione precedente – ai possessori di strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, ult. co., nonché di strumenti finanziari emessi dalla società in favore dei prestatori di lavoro *ex art. 2349, comma 2, c.c.*, in entrambi i casi nei limiti di quanto di-

⁵⁷ PARTESOTTI, *op. cit.*, p. 317.

sposto dall'art. 2351 ult. co., cioè non in via generalizzata, ma soltanto su singole materie specificamente determinate. Abbiamo già ricordato che è controverso in dottrina se il voto debba essere espresso nell'assemblea dei soci ovvero nell'assemblea dei sottoscrittori di tali strumenti. Se si accoglie la prima soluzione non vi sono difficoltà ad applicare in via analogica il disposto dell'art. 2352, 1° comma, c.c. Ma anche se si accede alla diversa soluzione secondo la quale il voto potrebbe essere espresso solo nell'assemblea di categoria, il citato art. 2352, 1° comma, c.c. può trovare applicazione.

Dunque il voto (nell'assemblea dei soci o in quella speciale che riunisce i sottoscrittori di strumenti finanziari della stessa categoria) spetta all'usufruttuario, a meno che l'usufruttuario e il nudo proprietario convengano di attribuirlo al secondo o di distribuirlo tra loro; in dottrina si è affermato che la rilevanza che l'art. 2346, ult. co., c.c., riconosce all'autonomia statutaria nella regolamentazione dei predetti strumenti finanziari dovrebbe portare a ritenere che la deroga alla regola della spettanza del voto all'usufruttuario potrebbe trovare fonte, oltre che in una convenzione *inter partes*, anche nello statuto⁵⁸.

Per quanto concerne i limiti che l'usufruttuario di strumenti finanziari incontra nell'esercizio del voto, occorre distinguere tra quelli che discendono dai rapporti con il nudo proprietario, e quelli che ineriscono ai rapporti con la società, con i soci e con gli altri possessori di strumenti finanziari della stessa categoria o di altre categorie.

I primi si estendono senz'altro all'usufruttuario di strumenti finanziari, sia che si ritenga che egli voti nell'assemblea dei soci, sia che si aderisca alla tesi secondo la quale potrebbe esprimere il voto solo nell'assemblea speciale che riunisce i sottoscrittori di strumenti finanziari della stessa categoria. Dunque l'usufruttuario di tali strumenti nell'esercizio del voto è tenuto ad osservare gli obblighi di adoperare la diligenza del buon padre di famiglia, di conservare la destinazione economica della *res* e di non compiere atti emulativi, altrimenti incorre in una responsabilità risarcitoria nei confronti del nudo proprietario.

Veniamo ora alla seconda categoria di limiti sopra richiamati. A proposito dell'usufruttuario di azioni abbiamo evidenziato che questi è tenuto nei confronti degli altri soci a non votare in conflitto di interessi con la società e a non abusare del voto esercitandolo all'esclusivo scopo di danneggiare alcuni soci, pena l'annullabilità della

delibera *ex art. 2377 c.c.* se il voto è determinante, e pena altresì il risarcimento del danno verso il nudo proprietario qualora il voto integri una violazione del canone della diligenza del buon padre di famiglia e si riveli dannoso per il nudo proprietario⁵⁹; abbiamo ricordato inoltre che questi due divieti non riguardano soltanto l'usufruttuario ma si estendono in via generale a tutti coloro che esercitano il diritto di voto.

Ci si deve chiedere dunque se si impongano all'usufruttuario di strumenti finanziari anche questi ultimi divieti, che riguardano i rapporti con la società o con gli altri possessori di strumenti finanziari della stessa categoria.

Quanto al conflitto di interessi, abbiamo ricordato che esso ricorre quando il socio è portatore di due interessi, uno inerente alla propria posizione di socio, l'altro (proprio o di un terzo) esterno alla società (es. il socio o la moglie è amministratore di un'altra società creditrice della prima), e il conflitto ricorre tra questo secondo interesse esterno alla società e l'interesse sociale, mentre il mancato perseguimento dell'interesse sociale non ha rilievo se il socio persegue l'interesse inerente alla propria partecipazione nella società. Ci sembra che un'analogha considerazione possa essere fatta per i sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi cui sia attribuito su alcune materie il diritto di voto (nella stessa assemblea dei soci oppure nell'assemblea di categoria): questi ultimi possono perseguire liberamente l'interesse inerente al rapporto di sottoscrizione, ma non possono perseguire un altro interesse (proprio o di un terzo) esterno alla società, pena l'annullabilità della delibera *ex art. 2377 c.c.*, se il voto è determinante, oltre al risarcimento dei danni eventualmente subiti dal nudo proprietario.

Quanto all'abuso nel voto, abbiamo espresso la convinzione che esso si verifica ogniqualvolta venga adottata una deliberazione che ha come suo unico scopo quello di arrecare un pregiudizio ad altri soci. Non sembrano esserci ostacoli che possano impedire di applicare tale limite – che oltretutto è fondato su un canone di carattere generale qual è quello di correttezza e buona fede – anche al voto espresso dai sottoscrittori degli strumenti finanziari partecipativi (nell'assemblea generale dei soci oppure nell'assemblea speciale): questi ultimi, dunque, non possono votare nella predetta assemblea all'unico scopo di pregiudicare altri sottoscrittori di strumenti della stessa o di

⁵⁸ POLI, *Pegno, usufrutto e sequestro*, cit., p. 230.

⁵⁹ Si aggiunga poi che, come abbiamo ricordato precedentemente nel testo, secondo parte della dottrina il conflitto di interessi fa sorgere anche la responsabilità verso la società, e secondo altra dottrina l'abuso di potere fa sorgere anche la responsabilità verso gli altri soci danneggiati.

altre categorie, oppure uno o più soci.

Anche gli strumenti finanziari che possono essere emessi dalle società cooperative ai sensi dell'art. 2526 c.c. possono attribuire il diritto di voto, purché i voti complessivamente spettanti ai sottoscrittori di tali strumenti non superino un terzo dei voti spettanti all'insieme dei soci presenti o rappresentati in assemblea. Sembra indubitabile che in questo caso il voto debba essere esercitato nell'assemblea dei soci, cosicché troverà applicazione il disposto dell'art. 2352, 1° comma, c.c. e varranno *in toto* le soluzioni interpretative proposte con riguardo a tale disposizione normativa.

c) Il diritto di voto nelle materie di competenza dell'assemblea di categoria, incorporato nelle azioni speciali e negli strumenti finanziari partecipativi.

Il regime del diritto di voto nell'assemblea dei soci in caso di usufrutto di titoli azionari si può estendere non solo al diritto di voto su materie di competenza della predetta assemblea che sia attribuito ai sottoscrittori di strumenti finanziari diversi dalle azioni, ma anche al diritto di voto all'interno dell'assemblea che riunisce tutti i possessori di azioni speciali, di obbligazioni e di strumenti finanziari appartenenti alla medesima categoria, per le materie di competenza di tale assemblea.

La legge istituisce espressamente assemblee di categoria, riconoscendo ad esse competenze pressoché analoghe, per i titolari di azioni speciali (art. 2376 c.c.), per i possessori di azioni di risparmio (art. 145 t.u.f.), per gli obbligazionisti (art. 2415 c.c.) ai quali si possono aggiungere i possessori di titoli di debito equiparati alle obbligazioni *ex* art. 2411, ultimo comma, c.c., per i possessori degli strumenti finanziari previsti dall'art. 2447 *ter*, comma 1, lett. *e*, c.c. (art. 2447 *octies*, che ha un contenuto analogo a quello del citato art. 2415), per i possessori di strumenti finanziari emessi dalle società cooperative che siano privi del diritto di voto (art. 2541 c.c.). Per quanto riguarda poi gli strumenti finanziari partecipativi emessi dalla società per azioni (compresi quelli emessi a favore dei dipendenti *ex* art. 2349, comma 2), nella sezione precedente abbiamo ricordato che l'art. 2376 c.c. consente ai possessori di «strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi» di riunirsi in un'assemblea speciale al fine di tutelare gli interessi della categoria nei confronti della società emittente, e abbiamo rilevato che la disposizione deve essere intesa andando al di là del suo senso letterale, comprendendo nel suo ambito di applicazione anche i possessori di strumenti finanziari partecipativi che conferiscono solo diritti patrimoniali e non anche diritti amministrativi.

Si deve ritenere dunque che anche il voto espresso nelle materie di competenza dell'assemblea di categoria, e in particolare il voto riguardante l'approvazione di deliberazioni della società che si rivelino pregiudizievoli per gli appartenenti alla categoria, spetti all'usufruttuario (salvo patto contrario). Una conferma di questa tesi si trae dal regolamento congiunto Banca d'Italia e Consob del 22.2.2008, recante «Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione», il quale all'art. 21, comma 5, dispone che, in caso di usufrutto sui titoli immessi in un sistema di gestione accentrata (v. *infra*, sezione IV, par. 6), è l'usufruttuario (salvo convenzione contraria) il soggetto legittimato ad avanzare all'intermediario la richiesta di rilascio della certificazione necessaria sia per l'esercizio del diritto di cui all'art. 2351, cioè del voto nell'assemblea dei soci, sia per l'esercizio del diritto di cui agli artt. 2376 c.c., 145 t.u.f. e 2415 c.c., cioè del voto nell'assemblea speciale dei possessori di azioni speciali o di strumenti finanziari partecipativi, del voto nell'assemblea speciale dei possessori di azioni di risparmio e del voto nell'assemblea degli obbligazionisti.

L'eventuale convenzione derogatoria dell'art. 2352, comma 1, ha rilievo per la società solo se è portata a conoscenza della stessa assieme a una prova liquida della sua esistenza. Se i titoli sono dematerializzati oppure immessi in un sistema di deposito accentrato, la predetta convenzione deve essere portata a conoscenza non della società emittente bensì dell'intermediario, al quale si chiede il rilascio della certificazione necessaria per l'esercizio del voto; ai sensi dell'art. 21, comma 5, ultima proposizione, del citato regolamento, l'intermediario è esonerato da ogni responsabilità se rilascia tale certificazione senza conoscere l'esistenza di tale convenzione.

L'usufruttuario è tenuto ad esercitare il voto adoperando la diligenza del buon padre di famiglia, conservando la destinazione economica della *res* e astenendosi dal compiere atti emulativi, altrimenti incorre nell'obbligo di risarcire i danni al nudo proprietario.

Inoltre l'usufruttuario non può perpetrare abusi nei confronti di altri appartenenti alla categoria, adottando una deliberazione che abbia come unico scopo quello di arrecare un pregiudizio ad uno o più di essi; se l'abuso si consuma, la deliberazione assunta è annullabile e l'usufruttuario che lo ha perpetrato è tenuto a risarcire i danni (nei limiti in cui siano configurabili) a chi lo ha subito.

Crediamo invece che non valga nell'assemblea di categoria, per il voto espresso nelle materie di competenza della medesima, la disciplina del conflitto di interessi di cui all'art. 2373 c.c. Questa affermazione richiede un chiarimento sia con riguardo ai possessori di azioni che con riferimento ai possessori di strumenti finanziari. Per i primi la disciplina del conflitto di interessi viene in rilievo quando si tratta di esercitare il voto nell'assemblea dei soci, mentre non viene in rilievo quando si tratta di votare nell'assemblea di categoria. Per i secondi la disciplina del conflitto di interessi viene in rilievo quando si tratta di esercitare il voto (nell'assemblea dei soci o nell'assemblea di categoria, a seconda della tesi che si ritenga di accogliere) riguardo alle materie di competenza dell'assemblea dei soci determinate dallo statuto, mentre non viene in rilievo quando si tratta di votare nell'assemblea di categoria riguardo alle materie riservate alla competenza esclusiva di quest'ultima (tipicamente l'approvazione di deliberazioni della società pregiudizievoli per la categoria). La giustificazione di questa differenza si deve rinvenire nella circostanza che il voto nelle materie di competenza dell'assemblea dei soci è funzionale al regolare svolgimento della vita della società (si pensi ad esempio alle deliberazioni di approvazione del bilancio, di aumento o riduzione del capitale, ecc.), e dunque non può entrare in conflitto con l'interesse sociale; invece il voto nelle materie di competenza dell'assemblea di categoria è funzionale alla tutela di soggetti terzi rispetto alla società, cioè gli appartenenti a una determinata categoria di titolari di strumenti finanziari, e dunque può entrare in conflitto con l'interesse sociale.

2.3. I DIRITTI AMMINISTRATIVI DIVERSI DAL VOTO.

a) *I diritti amministrativi incorporati nelle azioni.*

L'art. 2352, comma 6°, c.c., introdotto dalla riforma apportata dal d.lgs. n. 6 del 2003, prevede che tutti i diritti amministrativi diversi da quelli contemplati nei precedenti commi del medesimo articolo, e cioè tutti i diritti amministrativi diversi dal voto (essendo gli altri diritti menzionati di natura patrimoniale), spettano "sia" al socio "sia" all'usufruttuario. La nuova disposizione deve essere intesa nel senso che la titolarità di tali diritti spetta ad entrambi i predetti soggetti, e che il loro esercizio può attuarsi in modo disgiunto, senza che si debba necessariamente realizzare un coordinamento tra le

iniziative che ciascuno desidera assumere per la tutela del proprio interesse⁶⁰.

La regola enunciata vale per il diritto di ottenere informazioni attraverso l'ispezione del libro dei soci e del libro delle assemblee (art. 2422 c.c.) nonché per i diritti di controllo sulla gestione quali il diritto di denuncia ai sindaci (art. 2408) e al tribunale (art. 2409).

Una conferma di ciò si trae dal citato regolamento Banca d'Italia e Consob del 22.2.2008, il quale all'art. 21, comma 7, dispone che, in caso di usufrutto sui titoli immessi in un sistema di gestione accentrata (v. *infra*, sezione IV, par. 6), sono legittimati ad avanzare all'intermediario la richiesta di rilascio della certificazione necessaria per l'esercizio di tali diritti sia il socio che l'usufruttuario, «i quali si avvarranno di tale certificazione per esercitare i diritti di rispettiva pertinenza»⁶¹. La citata disposizione regolamentare sembra porsi in contrasto con l'art. 85, comma 6, t.u.f., che, per i titoli cartacei in deposito accentrato, vieta che sia rilasciata più di una certificazione ai fini della legittimazione all'esercizio degli stessi diritti. Tuttavia si può prospettare un'interpretazione restrittiva della disposizione legislativa, volta ad escludere dall'ambito di applicazione della medesima le ipotesi in cui vi siano più soggetti legittimati ad esercitare disgiuntamente il medesimo diritto sociale⁶².

Secondo parte della dottrina, la predetta regola della titolarità congiunta con esercizio disgiunto non si estenderebbe invece a quei diritti che sono strettamente funzionali allo svolgimento del procedimento assembleare, quali il diritto di richiedere la convocazione (art. 2367) e il rinvio (art. 2374) dell'assemblea, nonché il diritto di intervento nella medesima (art. 2370), che dovrebbero seguire lo stesso regime del diritto di

⁶⁰ BRIOLINI, *Pegno, usufrutto e sequestro di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, diretto da Abbadessa e Portale, 1, Torino 2007, p. 662 ss.; del resto già prima della riforma la dottrina più autorevole (ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, cit., p. 25) si era espressa a favore di questa soluzione. Secondo BISOGLI, *op. cit.*, p. 507, «sebbene la norma operi riferimento specifico ad una spettanza disgiunta dei diritti amministrativi "diversi", espressione che evoca una forma di sdoppiamento del diritto o quantomeno della titolarità dello stesso, appare più ragionevole ritenere che l'intenzione del legislatore sia stata quella di preservare in capo al socio la titolarità (esclusiva) di alcuni poteri amministrativi estendendo al creditore pignoratorio [e all'usufruttuario], in via eccezionale, la legittimazione autonoma all'esercizio degli stessi».

⁶¹ La disposizione impone all'intermediario di annotare in ciascuno dei due certificati rilasciati l'esistenza dell'altro esemplare.

⁶² Cfr. anche PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, cit., p. 377 s.

voto⁶³. La tesi è condivisibile per quanto riguarda il diritto di chiedere il rinvio e il diritto di intervento, che effettivamente appaiono connessi con il voto, mentre non è convincente per quanto riguarda il diritto di chiedere la convocazione dell'assemblea, alla quale potrebbe avere interesse anche chi non può esprimere in essa il proprio voto⁶⁴. Ancora una volta, la tesi che il diritto di chiedere la convocazione dell'assemblea spetta sia al socio che all'usufruttuario può trovare supporto nell'art. 21, comma 7, regolamento cit., che, in caso di titoli immessi in un sistema di gestione accentrata, legittima entrambi a chiedere all'intermediario il rilascio della certificazione per l'esercizio di tale diritto.

Dalla circostanza che il diritto di chiedere il rinvio dell'assemblea e quello di intervenire seguono le sorti del diritto di voto discende che, qualora le parti abbiano derogato al disposto del 1° comma dell'art. 2352 attribuendo il voto al socio per tutte o per alcune materie, tale deroga si estenderà automaticamente ai succitati diritti, anche se ciò non è stato specificato dalle parti.

Quanto poi al diritto di impugnare le deliberazioni consiliari, l'art. 2388, 4° comma, 2^a proposizione, lo attribuisce ai soci che siano stati lesi nei propri diritti dalle deliberazioni medesime. Nonostante la lettera della disposizione possa forse indurre a riconoscere il diritto in questione sempre e soltanto al socio, riteniamo che esso debba essere riconosciuto all'usufruttuario, e solo ad esso, nei riguardi delle deliberazioni consiliari che ledano i suoi diritti. A ben vedere dunque non si può dire che tale diritto di impugnativa spetta contemporaneamente al socio nudo proprietario e all'usufruttuario, e che questi possono esercitarlo disgiuntamente, ma si deve affermare piuttosto che tale diritto spetta alternativamente o al socio nudo proprietario, o all'usufruttuario, ovvero ad entrambi, a seconda che si tratti di deliberazioni lesive dei diritti dell'uno, dell'altro o di entrambi.

⁶³ POLI, *Pegno, usufrutto e sequestro*, cit., p. 271; BISOGNI, *op. cit.*, p. 509; di contrario avviso BOCCA, *op. cit.*, p. 341, secondo il quale anche questi diritti dovrebbero essere attribuiti disgiuntamente all'usufruttuario e al socio, ai sensi del 6° comma dell'art. 2352.

⁶⁴ POLI, *Pegno, usufrutto e sequestro*, cit., p. 271 s., muovendo dalla convinzione, da noi non condivisa, che sia possibile individuare alcune decisioni che ineriscono prevalentemente all'interesse del socio (e altre che ineriscono prevalentemente a quello dell'usufruttuario), e che per esse l'usufruttuario (o nel caso opposto il nudo proprietario) ha l'obbligo di votare tutelando l'interesse dell'altra parte, afferma che il diritto di chiedere la convocazione dell'assemblea dovrebbe spettare anche al socio (o nel caso opposto all'usufruttuario) cui non spetta il diritto di voto, poiché questi avrebbe un autonomo interesse ad ottenere una data decisione dell'assemblea che sia adottata con il concorso dell'altra parte. Nel senso che il diritto di chiedere la convocazione dell'assemblea spetta sia al socio che all'usufruttuario si è espresso anche MORERA, *op. cit.*, p. 318.

Sembra che la regola della titolarità congiunta con esercizio disgiunto debba estendersi anche al diritto di impugnare le delibere assembleari contrarie alla legge o allo statuto, *ex art. 2377 c.c.*⁶⁵. Anche di ciò si trae conferma dall'art. 21, comma 7, regolamento cit., il quale dispone che, in caso di usufrutto sui titoli immessi in un sistema di gestione accentrata, anche per l'esercizio di tale diritto sono legittimati ad avanzare all'intermediario la richiesta di rilascio della certificazione sia il socio che l'usufruttuario⁶⁶.

Naturalmente l'impugnativa è preclusa a chi non dispone di una partecipazione (o di un usufrutto su una partecipazione) che raggiunga la misura minima stabilita dal 3° comma dello stesso articolo o dallo statuto; in tal caso spetta solo il rimedio del risarcimento dei danni, i quali peraltro saranno diversi per il nudo proprietario e per il socio, perché non si possono avere duplicazioni risarcitorie. Del pari è preclusa l'impugnativa (come anche il rimedio risarcitorio) al socio o all'usufruttuario che abbia concorso con il proprio voto all'adozione della delibera assembleare.

È discusso invece se osti al riconoscimento della legittimazione ad impugnare in capo al socio nudo proprietario la circostanza che l'usufruttuario abbia espresso voto favorevole alla delibera: minoritaria è la tesi che in siffatta ipotesi non vede ostacoli al riconoscimento della legittimazione ad impugnare del nudo proprietario, sostenendo che questi sia portatore di un interesse autonomo alla verifica della correttezza delle delibere⁶⁷, mentre l'opinione prevalente è nel senso di escludere la legittimazione del socio, dovendosi tutelare l'interesse della società, protetto dal capoverso dell'art. 2377, a non vedere sindacata la legittimità della deliberazione sulla base del possesso di azioni che hanno concorso, con il voto favorevole, alla loro adozione⁶⁸. Adottando quest'ultima prospettiva, il nudo proprietario potrebbe però rivalersi nei confronti dell'usufruttuario per i danni che la deliberazione illegittima gli abbia cagionato, sempre che si possa riscontrare una violazione da parte dell'usufruttuario degli obblighi su di lui gravanti in

⁶⁵ Così prima della riforma del 2003 ANGELICI, *op. cit.*, *sub art. 2352*, p. 204 ss.; di contrario avviso invece PARTESOTTI, *op. cit.*, p. 321 s., per il quale il socio privo del diritto di voto non potrebbe impugnare la delibera, ma solo pretendere dall'usufruttuario il risarcimento del danno per l'omessa impugnativa della delibera, invocando a tal fine gli artt. 981, 1° comma e 1001, 2° comma.

⁶⁶ La disposizione impone all'intermediario di annotare in ciascuno dei due certificati rilasciati l'esistenza dell'altro esemplare.

⁶⁷ In questo senso BISOGNI, *op. cit.*, p. 507 ss.

forza della disciplina generale dell'usufrutto.

Qualora però le parti abbiano convenzionalmente derogato all'art. 2352, comma 1, c.c., attribuendo il diritto di voto al nudo proprietario, è opinione di autorevole dottrina, espressasi sul punto prima della riforma del 2003, che la legittimazione all'impugnazione della deliberazione *ex art. 2377 c.c.* non possa essere riconosciuta all'usufruttuario, avendo questi rinunciato con la predetta convenzione al potere di gestione sociale⁶⁹. La tesi merita di essere condivisa alla luce della citata riforma. Infatti il nuovo art. 2377 riserva espressamente il potere di impugnare le deliberazioni assembleari annullabili a chi possiede azioni con diritto di voto, riconoscendo invece a chi possiede azioni prive del diritto di voto solo il diritto di chiedere il risarcimento del danno. Da ciò sembra doversi desumere che non si può prescindere totalmente da una qualche corrispondenza tra il diritto di impugnativa *ex art. 2377 c.c.* e il diritto di voto, e che pertanto l'usufruttuario che è privo del secondo non può nemmeno vantare il primo.

In caso poi di duplice impugnazione, promossa disgiuntamente sia dal socio che dall'usufruttuario (evidentemente non consenziente alla delibera), si dovrebbe procedere all'istruzione congiunta e alla decisione unitaria ai sensi dell'art. 2378, 5° comma, c.c. Si è osservato però giustamente che le azioni oggetto di usufrutto non si possono contare due volte, una per l'usufruttuario e una per il nudo proprietario, al fine di raggiungere le soglie prescritte dalla legge o dallo statuto per l'impugnazione⁷⁰.

Quanto poi all'azione volta a fare dichiarare la nullità delle deliberazioni assembleari ai sensi dell'art. 2379 c.c., poiché la relativa legittimazione spetta a «chiunque vi abbia interesse», non v'è dubbio che essa possa essere promossa tanto dall'usufruttuario quanto dal socio, sempreché abbiano interesse al promovimento della medesima.

Ci si deve chiedere ulteriormente se la regola posta dall'ultimo comma dell'art. 2352 valga anche per l'azione sociale di responsabilità che i soci possono esercitare nei confronti degli amministratori, ai sensi dell'art. 2393 *bis*, nei confronti dei sindaci, in forza del rinvio operato dall'art. 2407 allo stesso art. 2393 *bis*, nonché nei confronti dei soggetti incaricati del controllo contabile, in forza del rinvio a cascata dell'art. 2409 *se-*

⁶⁸ BOCCA, *op. cit.*, p. 346; BRIOLINI, *Pegno, usufrutto e sequestro di azioni*, cit., p. 676 s.; POLI, *Pegno, usufrutto e sequestro*, cit., p. 268 s.; v. anche, prima della riforma, ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, cit., p. 25; ANGELICI, *op. cit.*, sub art. 2352, p. 207 s.

⁶⁹ Così PARTESOTTI, *op. cit.*, p. 323.

⁷⁰ POLI, *Pegno, usufrutto e sequestro*, cit., p. 269.

xies all'art. 2407 e da quest'ultimo all'art. 2393 *bis*. In proposito occorre considerare che il socio che esperisce questa azione non fa valere un diritto proprio, ma esercita in nome proprio un diritto della società, configurandosi nella specie un'ipotesi di sostituzione processuale *ex art. 81 c.p.c.* Alla luce di ciò l'azione in esame, più che uno strumento volto a tutelare direttamente il patrimonio del socio, è uno strumento posto a presidio del corretto funzionamento degli organi sociali, e dunque connotato da una natura essenzialmente organizzativa. Siffatta natura induce a ritenere che l'azione *ex art. 2393 bis c.c.* rientri tra i diritti amministrativi, con la conseguenza che, in caso di usufrutto di titoli azionari, trova applicazione l'art. 2352, ultimo comma, e pertanto la legittimazione all'esercizio della medesima fa capo disgiuntamente sia al socio che all'usufruttuario⁷¹, fermo restando anche in questo caso che le azioni oggetto di usufrutto non si possono contare due volte, una per l'usufruttuario e una per il nudo proprietario, al fine di raggiungere le soglie prescritte dalla legge o dallo statuto per l'esercizio dell'azione.

Il discorso è diverso per quanto riguarda l'azione esperibile *ex art. 2497 c.c.* nei confronti della società o dell'ente che, nell'esercizio di attività di direzione e coordinamento, abbia violato i principi di corretta gestione sociale e imprenditoriale. Il predetto articolo accorda tale azione al socio che abbia subito un pregiudizio «alla redditività ed al valore della partecipazione sociale»: non si tratta dunque, come per l'azione *ex art. 2393 bis*, di un diritto della società che il socio è legittimato ad esercitare in via straordinaria, e dunque di uno strumento preordinato al corretto funzionamento degli organi sociali, bensì di un diritto proprio del socio, di carattere squisitamente patrimoniale, attribuitogli al fine di tutelare la redditività e il valore della propria partecipazione sociale. Benché non si tratti di un diritto amministrativo, e benché l'art. 2497 testualmente faccia riferimento al «socio», è da ritenere che l'azione in questione spetti anche all'usufruttuario, poiché questi può vedere pregiudicato dallo svolgimento dell'attività di direzione e coordinamento il proprio diritto a percepire il reddito riveniente dalla partecipazione sociale.

Anche il 6° comma dell'art. 2352, analogamente al primo, fa salva una diversa

⁷¹ Dello stesso avviso ROSSI, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di MAFFEI ALBERTI, Padova 2005, *sub art. 2393 bis*, p. 825, il quale tra l'altro sostiene che l'azione *ex art. 2393 bis* può rientrare tra i «diritti amministrativi» che possono essere statutariamente riconosciuti ai possessori di strumenti finanziari atipici, emessi ai sensi dell'art. 2346, comma 6 e dell'art. 2447 *ter*, comma 1, lett. e), in considerazione del

pattuizione tra le parti. Quest'ultima può prevedere l'attribuzione di tutti o alcuni diritti amministrativi (diversi dal voto) al solo usufruttuario o al solo nudo proprietario, oppure può introdurre un coordinamento nell'esercizio di tutti o alcuni diritti amministrativi (sempre diversi dal voto) mantenendo ferma la loro attribuzione sia all'usufruttuario che al nudo proprietario; tale coordinamento poi può realizzarsi attraverso la previsione dell'obbligo di esercitare il diritto o i diritti congiuntamente anziché disgiuntamente, oppure attraverso la previsione del necessario affidamento dell'esercizio dei diritti stessi a un terzo nominato di comune accordo. In ogni caso la pattuizione in deroga al disposto del 6° comma dell'art. 2352 c.c. può essere opposta alla società solo se iscritta nel libro dei soci⁷², altrimenti rimane rilevante solo nei rapporti interni tra le parti, legittimando l'usufruttuario, in caso di violazione commessa dal nudo proprietario, a chiedere il risarcimento dei danni, e legittimando il nudo proprietario, in caso di violazione commessa dall'usufruttuario, a chiedere l'adozione di uno dei provvedimenti previsti dall'art. 1015 c.c., oltre al risarcimento dei danni.

Si ritiene possibile anche escludere o limitare l'attribuzione all'usufruttuario dei diritti amministrativi attraverso apposite clausole statutarie⁷³.

b) I diritti amministrativi incorporati negli strumenti finanziari.

Le considerazioni sin qui svolte relativamente ai diritti amministrativi incorporati nelle azioni valgono anche per i diritti amministrativi incorporati nei titoli non azionari, e segnatamente negli strumenti finanziari previsti dal codice civile, che per l'appunto, come abbiamo messo in luce nella sezione precedente, possono essere dotati non solo di diritti patrimoniali ma anche di diritti amministrativi.

Pertanto i diritti amministrativi incorporati nei predetti strumenti finanziari spettano sia al titolare di questi ultimi che all'usufruttuario, i quali li possono esercitare in modo disgiunto, in applicazione analogica dell'art. 2352, comma 6, c.c.

La predetta regola si estende anche al diritto di richiedere la convocazione (sempre che questo diritto possa essere riconosciuto ai possessori di siffatti strumenti finanziari: v. la sezione precedente), ma non si estende a quei diritti che sono strettamente

fatto che i possessori di tali strumenti partecipano comunque al risultato della gestione, ancorché non partecipino al capitale sociale. V. anche, seppure con diverse argomentazioni, POLI, *ibidem*, p. 273 s.

⁷² BRIOLINI, *Pegno, usufrutto e sequestro di azioni*, cit., p. 669 ss.

⁷³ POLI, *Pegno, usufrutto e sequestro*, cit., p. 266.

connessi al voto, quali il diritto di chiedere il rinvio dell'assemblea e il diritto di intervento nella medesima, che spettano a colui al quale è attribuito il voto stesso.

La regola di cui sopra non vale nemmeno per il diritto di impugnare le deliberazioni consiliari, che, ove attribuito ai possessori di strumenti finanziari, spetta alternativamente o al nudo proprietario, o all'usufruttuario, ovvero ad entrambi, a seconda che si tratti di deliberazioni lesive dei diritti dell'uno, dell'altro o di entrambi.

Abbiamo ricordato che è incerto se si possa attribuire ai titolari degli strumenti finanziari previsti dal codice anche il diritto di impugnare le delibere assembleari annullabili: se si scioglie questo dubbio in senso positivo, sembra doversi applicarsi anche per tale diritto la regola della titolarità congiunta con esercizio disgiunto. Ad ogni modo spetta sia all'usufruttuario che al nudo proprietario il diritto di impugnare le deliberazioni dell'assemblea di categoria (cfr. ancora una volta l'art. 21, comma 7, regolamento Banca d'Italia-Consob 22 febbraio 2008, che attribuisce sia all'obbligazionista che all'usufruttuario la legittimazione a chiedere il rilascio della certificazione per esercitare l'impugnativa delle deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti ai sensi dell'art. 2416 c.c.).

L'azione volta a fare dichiarare la nullità delle deliberazioni assembleari ai sensi dell'art. 2379 c.c., invece, può essere promossa da chiunque vi abbia interesse e dunque tale diritto, a prescindere da un suo espresso riconoscimento, spetta tanto all'usufruttuario quanto al titolare degli strumenti finanziari, sempre che nutrano un interesse siffatto.

La regola posta dall'ultimo comma dell'art. 2352 vale anche per l'azione sociale di responsabilità che i soci possono esercitare nei confronti degli amministratori, dei sindaci e dei soggetti incaricati del controllo contabile, poiché si deve ritenere che tale azione rientri tra i diritti amministrativi: di conseguenza la legittimazione all'esercizio della medesima fa capo disgiuntamente sia al titolare degli strumenti finanziari che all'usufruttuario.

Quanto all'azione *ex art. 2497 c.c.*, essa può essere esperita dal titolare degli strumenti finanziari e dall'usufruttuario nei confronti della società o dell'ente che, nell'esercizio di attività di direzione e coordinamento, abbia violato i principi di corretta gestione sociale e imprenditoriale. Più precisamente, l'usufruttuario può esperire la predetta azione se l'attività di direzione e coordinamento ha arrecato un pregiudizio alla

redditività degli strumenti finanziari (ad es. si tratta di strumenti che consentono di partecipare agli utili della società, ma la società è in perdita), il nudo proprietario invece può avvalersene se l'attività di direzione e coordinamento ha leso l'integrità del patrimonio sociale pregiudicando la possibilità di conseguire la restituzione dell'apporto (ove essa sia prevista).

Il nudo proprietario e l'usufruttuario degli strumenti finanziari possono anche addivenire ad una pattuizione che preveda l'attribuzione dei diritti amministrativi, in tutto o in parte, al solo usufruttuario ovvero al solo nudo proprietario; al fine di rendere opponibile tale pattuizione nei confronti della società, laddove è istituito un libro nel quale sono registrati gli strumenti finanziari (come è previsto per gli strumenti correlati alla creazione di un patrimonio destinato uno specifico affare, ai sensi dell'art. 2447 *se- xies* e dell'art. 2421, comma 1, n. 8) è necessaria l'iscrizione nel libro stesso, mentre laddove manca una tale forma di pubblicità è necessario che la società riceva notizia certa della pattuizione.

È teoricamente possibile anche che l'attribuzione all'usufruttuario dei diritti amministrativi sia escussa o limitata da apposite clausole statutarie.

2.4. IL DIRITTO DI OPZIONE.

a) Il diritto di opzione inerente ai titoli azionari.

Il 3° comma dell'articolo in commento, nella prima proposizione, attribuisce al nudo proprietario il diritto di opzione e, in seguito alla riforma del 2003, chiarisce anche che allo stesso spettano le azioni acquistate per effetto dell'esercizio dell'opzione medesima.

La novella ha omesso di specificare invece se l'usufrutto si estenda alle azioni optate⁷⁴. La questione divide la dottrina, poiché a fronte di una corrente di pensiero che si dichiara favorevole all'estensione per un'esigenza di protezione dell'usufruttuario, il quale altrimenti subirebbe una diminuzione della propria quota con conseguente ridu-

⁷⁴ Secondo POLI, *Pegno, usufrutto e sequestro*, cit., p. 283, tuttavia, la disposizione «sembra poter essere interpretata, in chiave logico evolutiva, nel senso di voler implicitamente prescrivere che le azioni optate spettano all'azionista libere dal vincolo reale, che non si estende, pertanto, ad esse», e ciò in considerazione del fatto che dalla relazione accompagnatoria al progetto della riforma del 2003 si ricava l'intenzione di voler intervenire nel dibattito dottrinale sulla questione risolvendolo nel senso della non estensione.

zione della partecipazione agli utili⁷⁵, si registra una tesi opposta, che fa leva sulla considerazione che le azioni di nuova emissione sono acquistate dal socio a titolo oneroso, e sul disposto dell'art. 1998 c.c. che attribuisce all'usufruttuario i premi e le altre utilità aleatorie che siano prodotte dal titolo, per affermare che le azioni optate non rappresentano affatto un'utilità generata dalle azioni precedenti e pertanto non vengono ad essere gravate dall'usufrutto⁷⁶.

Gli argomenti addotti a sostegno della tesi della non estensione dell'usufrutto alle azioni optate appaiono più convincenti. Ad essi si può aggiungere anche un argomento testuale *a contrario*, poiché il 3° comma dell'art. 2352, introdotto dalla riforma del 2003, prevede espressamente che in caso di aumento di capitale gratuito l'usufrutto si estende alle azioni di nuova emissione (come chiariremo *infra*), cosicché si può ritenere che la mancanza di un'analogia previsione espressa per l'aumento di capitale a pagamento non sia casuale, ma denoti una precisa scelta del legislatore in senso contrario all'estensione dell'usufrutto alle nuove azioni.

Naturalmente nulla vieta che le parti decidano di derogare convenzionalmente alla regola testé enunciata⁷⁷, prevedendo l'estensione dell'usufrutto a tutte le nuove azioni o a parte di esse.

Mentre la prima proposizione dell'art. 2352, comma 3, chiarisce che titolare del diritto di opzione è il nudo proprietario, la seconda proposizione è volta a regolare le modalità con le quali tale diritto deve essere esercitato. Essa si riferisce invero all'ipotesi in cui il titolo azionario necessario per esercitare il diritto di opzione sia in possesso dell'usufruttuario, e stabilisce che il nudo proprietario deve fornire a

⁷⁵ PUGLIESE, *op. cit.*, p. 692 ss.; così anche FERRI, *Le società*, cit., p. 503, e ID., nota a Trib. Roma 2 aprile 1947, in *F. it.* 1947, I, c. 515; ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, cit., p. 33 s. Per i primi due autori l'estensione riguarderebbe tutte le azioni optate, con l'obbligo però per l'usufruttuario di corrispondere gli interessi sulle somme versate dal socio (in applicazione analogica dell'art. 983 c.c. secondo Pugliese; in applicazione dei principi che si ricavano dagli artt. 1009 e 1010 c.c. secondo Ferri); per Asquini invece l'estensione opererebbe soltanto per la parte delle azioni optate che corrisponde al valore del diritto di opzione. In giurisprudenza accoglie la tesi dell'estensione, riguardo al pegno, Trib. Monza 10 luglio 2000, in *G. comm.* 2002, II, p. 410 ss.

⁷⁶ PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, cit., p. 331 ss., il quale sottolinea anche le difficoltà in cui gli autori favorevoli all'estensione dell'usufrutto si imbattono al momento di individuare il criterio con cui procedere all'attuazione dell'estensione medesima; FRÈ, *op. cit.*, p. 282; BIGIAMI, *Estensione dell'usufrutto alle azioni «optate»?*, in *R. trim. d. proc. civ.* 1947, p. 584 ss.; anche ANGELICI, *op. cit.*, sub art. 2352, p. 214 ss., esclude l'estensione dell'usufrutto alle azioni optate, ma la giustifica con la convinzione che l'art. 2352, costringendo l'usufruttuario a subire la scelta del nudo proprietario in merito all'esercizio dell'opzione (che viene attribuita espressamente al socio), negherebbe rilevanza all'interesse dello stesso usufruttuario alla conservazione della propria posizione nella società.

quest'ultimo le somme necessarie per l'esercizio dell'opzione almeno tre giorni prima della scadenza, sottintendendo quindi che l'opzione deve essere esercitata dall'usufruttuario per conto del nudo proprietario impiegando tale provvista. Nella diversa ipotesi in cui siano emessi titoli distinti per l'usufruttuario e per il nudo proprietario, invece, la collaborazione del primo non è indispensabile perché il secondo possa esercitare l'opzione, e dunque la disposizione di cui alla seconda proposizione del 3° comma dell'art. 2352 non opera⁷⁸.

Se poi il socio non deposita le somme necessarie per l'esercizio dell'opzione almeno tre giorni prima della scadenza, la citata disposizione prevede la possibilità di acquisto del diritto di opzione da parte degli altri soci ovvero, in mancanza di offerte in tal senso, l'alienazione del diritto stesso a mezzo di una banca o di un intermediario autorizzato alla negoziazione nei mercati regolamentati.

Ci si chiede se l'usufrutto si estenda o meno alle somme ricavate dall'alienazione del diritto di opzione, sia nel caso che abbiamo appena esaminato in cui essa è imposta coattivamente dalla legge, sia nel caso in cui venga decisa e attuata volontariamente dal solo nudo proprietario, che a ciò deve ritenersi legittimato in via esclusiva poiché tale alienazione costituisce un atto di disposizione della partecipazione azionaria.

Parte della dottrina ritiene che il dato positivo imponga di dare una risposta negativa al predetto interrogativo, poiché il legislatore mostra di considerare l'opzione come un accessorio delle azioni, e non come un frutto o un'utilità aleatoria delle medesime⁷⁹. La premessa da cui muove questa dottrina merita senz'altro di essere condivisa,

⁷⁷ BOCCA, *op. cit.*, p. 341.

⁷⁸ ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, cit., p. 32 s.

⁷⁹ FRÈ, *op. cit.*, p. 281 ss., il quale però esprime perplessità sulla soluzione adottata dal legislatore; PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, cit., p. 337. V. anche POLI, *Il pegno di azioni*, cit., p. 566 ss., e ID., in *Il nuovo diritto delle società*, cit., p. 284 ss., dove conferma l'opinione espressa nel lavoro monografico prima della riforma del 2003: l'autore fa leva in primo luogo sul fatto che l'art. 2352, comma 2, 2^a proposizione parla di alienazione (coattiva) del diritto di opzione «per conto» del socio, manifestando dunque che l'alienazione stessa è effettuata nell'interesse esclusivo di quest'ultimo; in secondo luogo sulla convinzione che l'art. 2352, comma 2, 1^a proposizione avrebbe escluso espressamente (anche se con formulazione letterale non impeccabile) l'estensione del pegno e dell'usufrutto alle azioni optate. Questi due argomenti però non convincono. Quanto al primo, è senz'altro condivisibile sostenere che il fatto che la disposizione parli di alienazione «per conto» del socio significa che l'alienazione stessa avviene nell'interesse di quest'ultimo; tuttavia affermare l'esclusività di tale interesse è dire troppo, perché, al contrario, il tenore letterale della disposizione appare compatibile con l'affermazione che l'alienazione coattiva del diritto di opzione risponde anche all'interesse concorrente dell'usufruttuario, il quale nutre l'aspettativa di vedere esteso il suo diritto sul ricavato dell'alienazione. Quanto al secondo argomento in-

ma a nostro avviso essa dovrebbe condurre ad una conclusione opposta a quella cui tale dottrina perviene. Dalla circostanza che il diritto di opzione non è un frutto né un'utilità aleatoria delle azioni, bensì un accessorio delle stesse, si inferisce che tale diritto non spetta all'usufruttuario: e questo non viene messo in dubbio da alcuno, né del resto potrebbe seriamente essere messo in dubbio, stante il chiaro tenore dell'art. 2352, 2° comma, prima proposizione. Dalla predetta circostanza non si può inferire invece che l'usufruttuario non ha nulla da pretendere riguardo al diritto di opzione; infatti se il diritto di opzione è un accessorio delle azioni, l'usufrutto deve estendersi ad esso, con la conseguenza che l'usufruttuario può vantare sull'opzione le stesse pretese che può accampare sull'azione: può pretendere, cioè, di concorrere alla riscossione del ricavato della sua alienazione, di concordarne il reimpiego con il nudo proprietario, di vedersi riconosciuto il trasferimento dell'usufrutto sui beni acquistati con tale reimpiego.

Pertanto merita di essere accolta l'opinione di coloro che si pronunciano a favore dell'estensione dell'usufrutto al ricavato dell'alienazione del diritto di opzione⁸⁰ (anche se pare più appropriato parlare di trasferimento, piuttosto che di estensione). Di conseguenza deve essere richiamata la disciplina dell'art. 1000 c.c., che porta ad affermare che l'usufruttuario deve concorrere alla riscossione di tale ricavato e che quest'ultimo deve essere impiegato secondo modalità concordate con l'usufruttuario stesso.

Dopo esserci occupati dell'aumento di capitale a pagamento e del connesso diritto di opzione che spetta al nudo proprietario, esaminiamo ciò che accade nel caso di aumento di capitale gratuito *ex art. 2442 c.c.*, sia che esso venga realizzato mediante emissione di nuove azioni e loro distribuzione proporzionale tra i soci, sia che venga attuato mediante aumento del valore nominale delle azioni già emesse. La fattispecie non desta particolari problemi. Quanto alla prima ipotesi, il 3° comma dell'art. 2352 novellato chiarisce in modo inequivocabile che l'usufrutto si estende alle azioni di nuova e-

vocato da Poli, è agevole replicare che l'art. 2352, comma 2, 1^a proposizione nulla dice sull'estensione del pegno e dell'usufrutto alle azioni optate, come del resto lo stesso autore riconosce, tanto che – come abbiamo ricordato precedentemente in nota – egli perviene alla conclusione della non estensione attraverso una interpretazione della disposizione «in chiave logico evolutiva», e non letterale.

⁸⁰ In questo senso v. ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, cit., p. 33; ANGELICI, *op. cit.*, sub art. 2352, p. 217; NOBILI, *Contributo allo studio del diritto d'opzione nelle società per azioni*, Milano 1958, p. 270; BISOGNI, *op. cit.*, p. 505 s. Non appare corretto invece affermare, come fa CAVALLO BORGIA, *Le azioni e le obbligazioni*, cit., p. 114, che il corrispettivo dell'alienazione del diritto di opzione è «di competenza dell'usufruttuario».

missione, e del resto già prima del 2003 la dottrina perveniva a questa conclusione⁸¹. Quanto alla seconda ipotesi, è del tutto evidente che l'aumento di valore delle azioni non fa sorgere il problema dell'estensione quantitativa dell'oggetto dell'usufrutto, ma determina soltanto una modificazione del valore di tale oggetto. Si è sottolineato correttamente che la predetta soluzione è coerente con il fatto che l'aumento gratuito di capitale è neutro sotto il profilo organizzativo e patrimoniale⁸².

Conclusa la trattazione dell'aumento di capitale, possiamo fare un breve cenno all'ipotesi opposta in cui il capitale venga ridotto. Prendendo in esame dapprima la riduzione volontaria del capitale, è stato correttamente rilevato che se essa viene attuata mediante liberazione dall'obbligo di eseguire i conferimenti ancora dovuti, l'usufruttuario non è più soggetto all'obbligo di anticipare le somme per l'esecuzione dei medesimi, del quale diremo tra breve; se invece viene attuata mediante la restituzione dei conferimenti già eseguiti, l'usufrutto si trasferisce in tutto o in parte sulla somma restituita, nonché sulle azioni di godimento eventualmente emesse a favore del nudo proprietario. Se la riduzione del capitale avviene in conseguenza di perdite, l'usufruttuario ne subisce le conseguenze, com'è logico che sia, poiché si tratta di un rischio inerente alle azioni che costituiscono oggetto dell'usufrutto⁸³.

b) Il diritto di opzione inerente alle obbligazioni e agli strumenti finanziari.

Come abbiamo ricordato nella sezione precedente, accade non di rado che agli obbligazionisti sia attribuito anche un diritto di opzione, che può essere incorporato direttamente nei titoli obbligazionari oppure in un autonomo titolo, accessorio rispetto all'obbligazione, denominato *warrant*. Tale opzione ha ad oggetto la sottoscrizione di azioni di futura emissione o l'acquisto di azioni già emesse, per un prezzo prefissato ed entro termini stabiliti.

Se i titoli obbligazionari con diritto di opzione o con *warrant* (o gli stessi *warrants* autonomamente considerati) sono gravati da usufrutto, occorre chiarire a chi fa capo la titolarità del diritto di opzione e come quest'ultimo deve essere esercitato. A tale

⁸¹ ANGELICI, *op. cit.*, sub art. 2352, p. 213 s.; ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, cit., p. 26 ss.

⁸² POLI, *Pegno, usufrutto e sequestro*, cit., p. 286 ss., il quale aggiunge che il fatto che la soluzione seguita per l'aumento gratuito di capitale sia opposta rispetto a quella adottata nel caso di aumento a pagamento si giustifica altresì con il fatto che nella seconda ipotesi l'emissione di nuove azioni avviene a fronte di un sacrificio sopportato dal socio, il quale effettua un nuovo conferimento, mentre nella prima ipotesi il sacrificio dell'imputazione di riserve a capitale graverebbe sia sul socio che sull'usufruttuario.

⁸³ ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, cit., p. 35.

riguardo ci sembra si debba fare luogo all'applicazione analogica dell'art. 2352, comma 3, c.c., stante l'evidente affinità tra la situazione in esame e quella regolata dalla predetta disposizione. Ne discende che il diritto di opzione spetta al nudo proprietario e che lo stesso diviene titolare delle azioni acquistate esercitando il predetto diritto.

Nel silenzio della legge sembra poi doversi escludere che l'usufrutto si estenda alle azioni optate, salvo che le parti si accordino in senso diverso, per la ragione già illustrata che le azioni optate sono acquistate dal nudo proprietario mediante un nuovo esborso, e dunque non possono considerarsi come utilità generate dal titolo gravato.

Venendo alle modalità con le quali l'opzione deve essere esercitata, occorre distinguere a seconda che i titoli obbligazionari, necessari per l'esercizio del diritto di opzione, siano in possesso dell'usufruttuario oppure del nudo proprietario. Nel primo caso, in forza della seconda proposizione dell'art. 2352, comma 3, il nudo proprietario deve fornire all'usufruttuario, almeno tre giorni prima della scadenza, le somme necessarie perché questi possa esercitare l'opzione per conto del primo. Invece nella diversa ipotesi in cui siano emessi titoli distinti per l'usufruttuario e per il nudo proprietario (come è senz'altro possibile anche per i titoli obbligazionari, stante il carattere generale rivestito dall'art. 2025 c.c.), la collaborazione del primo non è indispensabile perché il secondo possa esercitare l'opzione, e dunque la disposizione di cui alla seconda proposizione del 3° comma dell'art. 2352 non opera.

Se poi il nudo proprietario dei titoli obbligazionari non fornisce le somme necessarie per l'esercizio dell'opzione almeno tre giorni prima della scadenza, a noi sembra che il diritto di opzione debba essere offerto ai soci della società emittente e, qualora questi non aderiscano all'offerta, debba essere alienato a mezzo di una banca o di un intermediario autorizzato alla negoziazione nei mercati regolamentati.

Se invece il diritto di opzione viene venduto nel mercato (o per scelta del nudo proprietario, o in forza di legge perché questi non fornisce tempestivamente le somme necessarie per il suo esercizio), l'usufrutto si estende alla somma ricavata da tale vendita, dovendosi considerare tale somma come un'utilità generata dal titolo. In applicazione della disciplina dell'art. 1000 c.c., l'usufruttuario può pretendere di concorrere alla riscossione del ricavato dell'alienazione del diritto di opzione, concordarne il reimpiego con il nudo proprietario, nonché vedersi riconosciuto il trasferimento dell'usufrutto sui beni acquistati con tale reimpiego.

Le considerazioni che abbiamo svolto finora relativamente alla titolarità e all'esercizio del diritto di opzione inerente a titoli obbligazionari gravati da usufrutto, si possono estendere senza difficoltà a tutte le fattispecie in cui un diritto di opzione è incorporato in un titolo di credito gravato da usufrutto, e segnatamente alla fattispecie in cui l'opzione è incorporata in strumenti finanziari partecipativi.

2.5. IL DIRITTO DI CONVERSIONE.

a) *Il diritto di conversione delle azioni in azioni di altra categoria.*

Per certi aspetti affine al diritto di opzione è il diritto di conversione in azioni di altra categoria, poiché anch'esso consiste nel diritto di sottoscrivere titoli di nuova emissione o di acquistare titoli già emessi. Tuttavia il regime dell'esercizio del diritto di conversione, che non trova regolamentazione all'interno dell'art. 2352 e che pertanto deve essere ricostruito in via interpretativa, appare alquanto diverso da quello del diritto di opzione, come risulterà chiaramente dalle considerazioni che seguono.

La prima questione che si pone, al fine della ricostruzione del regime del diritto di conversione incorporato in azioni gravate da usufrutto, è quella della titolarità di questo diritto. Per risolvere tale questione occorre considerare che la conversione comporta un mutamento della destinazione economica della *res*, e pertanto appare evidente che non può essere decisa unilateralmente dall'usufruttuario, ai sensi dell'art. 984 c.c. La conversione però non può nemmeno essere decisa unilateralmente dal nudo proprietario, perché per effetto della stessa possono risultare alterati in modo sensibile i diritti dell'usufruttuario (si pensi ad esempio alla conversione di azioni di risparmio, privilegiate nei diritti patrimoniali ma prive di voto, in azioni ordinarie).

Pertanto la soluzione che appare più corretta è quella di ritenere che la conversione possa essere decisa solo con il consenso sia dell'usufruttuario che del nudo proprietario⁸⁴.

La seconda questione che si pone in merito al diritto di conversione delle azioni è quella dell'estensione dell'usufrutto alle azioni acquistate a seguito della conversione. A questo proposito si deve rilevare che tali azioni vengono acquistate senza che sia necessario alcun esborso, a differenza di quanto accade per le azioni acquistate in virtù

⁸⁴ In questo senso si è espresso anche FRANÇON, *op. cit.*, p. 15.

dell'esercizio di un'opzione. Questa differenza è decisiva e induce a ritenere che, al contrario di quanto accade per le azioni optate, le azioni emesse in seguito alla conversione di azioni di altra categoria vengono ad essere gravate dall'usufrutto, che si trasferisce su di esse, come se il valore delle azioni fosse stato riscosso e poi reimpiegato nell'acquisto delle nuove azioni di diversa categoria, con conseguente applicazione dell'art. 1000, comma 2, c.c.

b) Il diritto di conversione di titoli non azionari.

La conclusione raggiunta in merito alla titolarità del diritto eventualmente spettante all'azionista di convertire le proprie azioni in azioni di altra categoria, per la quale la conversione deve essere decisa con il consenso sia dell'usufruttuario che del nudo proprietario, deve essere estesa anche alle altre ipotesi in cui un titolo di credito attribuisce il diritto di convertire il titolo stesso in un titolo di altra specie.

Questo accade innanzi tutto per le obbligazioni convertibili in azioni, disciplinate all'art. 2420 *bis* c.c., che attribuiscono all'obbligazionista – creditore della società – la facoltà di scegliere, in luogo della riscossione della somma capitale, la sottoscrizione gratuita di azioni della società debitrice di futura emissione.

Pertanto, qualora dette obbligazioni siano gravate da usufrutto, la scelta tra la conversione e la riscossione del capitale deve essere effettuata concordemente dall'usufruttuario e dal nudo proprietario⁸⁵.

Anche il problema se l'usufrutto, originariamente gravante sulle obbligazioni, si trasferisca alle azioni nelle quali le prime sono convertite, può essere risolto richiamando le considerazioni che abbiamo svolto a proposito della conversione di azioni: poiché la conversione di obbligazioni non comporta alcun esborso, a differenza dell'opzione, si deve ritenere che le azioni acquistate in seguito alla conversione delle obbligazioni vengono ad essere gravate dall'usufrutto, che si trasferisce su di esse.

Ma il discorso sin qui condotto per le obbligazioni convertibili in azioni vale anche per gli strumenti finanziari partecipativi che incorporano il diritto di conversione degli strumenti stessi in altri strumenti finanziari, in azioni ordinarie o in azioni speciali: il diritto di conversione deve essere esercitato con il consenso dell'usufruttuario e del

⁸⁵ Concorda CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit. p. 473 s.; *contra* CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma 2005, *sub* art. 2420 *bis*, p. 309, secondo la quale il diritto di conversione spetterebbe al solo nudo proprietario.

nudo proprietario e l'usufrutto si trasferisce agli strumenti finanziari o alle azioni (ordinarie o speciali) verso cui opera la conversione.

2.6. IL DIRITTO DI RECESSO.

Il recesso è un diritto riconosciuto innanzi tutto agli azionisti. Nelle società cooperative per azioni esso è attribuito, oltre che agli azionisti (soci cooperatori), anche ai titolari di strumenti finanziari muniti del diritto di voto (art. 2526, comma 3), che rivestono pur sempre la qualifica di soci (e più precisamente di soci finanziatori): per la disciplina del recesso in tale fattispecie, peraltro, la legge rinvia alle disposizioni degli artt. 2437 ss. in materia di recesso nelle società per azioni (v. art. 2526, comma 3, c.c.). Il diritto di recesso compete anche, in tutt'altro ambito, ai partecipanti a un fondo comune di investimento⁸⁶.

Ci occuperemo dapprima dell'esercizio del recesso nel caso di usufrutto di azioni, e successivamente verificheremo se e in quale misura le considerazioni che avremo svolto si possano estendere all'usufrutto di strumenti finanziari con diritto di voto emessi da società cooperative per azioni e all'usufrutto di quote di fondi comuni di investimento.

Come abbiamo già rilevato è incerto se, nell'ambito delle facoltà spettanti al socio, il recesso debba essere classificato tra i diritti patrimoniali o tra quelli amministrativi. Quand'anche si ravvisasse in esso un diritto amministrativo, però, non se ne potrebbe inferire che compete sia al nudo proprietario che all'usufruttuario, in applicazione dell'ultimo comma dell'art. 2352 c.c., perché tale conclusione sarebbe in contraddizione con la circostanza che all'usufruttuario è imposto l'obbligo di conservare la *res*, ai sensi dell'art. 981 c.c. Tale circostanza impone dunque che il recesso spetti esclusivamente al socio⁸⁷.

⁸⁶ Com'è noto, tale recesso può essere esercitato o in qualsiasi momento, e si tratta allora di fondo c.d. aperto, oppure soltanto a scadenze predeterminate, nel qual caso il fondo è qualificato come chiuso (art. 1, comma 1, lett. *k* ed *l*, t.u.f.).

⁸⁷ ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, cit., p. 26; ANGELICI, *op. cit.*, sub art. 2352, p. 210 s.; PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, cit., p. 325; BISOGNI, *op. cit.*, p. 509 s.; BOCCA, *op. cit.*, p. 346 s.; MORERA, *op. cit.*, p. 319; cfr. anche per analogia Cass. 12 luglio 2002, n. 10144, che, con riferimento al pegno, ha escluso la legittimazione del creditore pignoratizio all'esercizio del recesso, facendo leva sul dovere di custodia imposto al creditore pignoratizio dall'art. 2790 c.c. POLI, *Pegno, usufrutto e sequestro*, cit., p. 274 ss., argomenta che se al socio è attribuito il diritto di opzione (ai sensi dell'art. 2352, comma 2), il cui esercizio comporta una modificazione quantitativamente e qualitativamente inferiore della partecipazione sociale, allo stesso deve essere attribuito *a fortiori* il diritto di recesso, che comporta più drasti-

Ciò posto, si pone un problema di coordinamento tra l'art. 2352, 1° comma e l'art. 2437 c.c., poiché quest'ultima disposizione riconosce il diritto di recesso solo ai «soci che non hanno concorso alle deliberazioni» che ne determinano l'insorgere. Se il diritto di voto è attribuito al socio perché le parti hanno stipulato una pattuizione in deroga all'art. 2352, comma 1, c.c., è naturale che questi non può recedere se ha espresso voto favorevole alla deliberazione che legittimerebbe l'esercizio di tale prerogativa. Ma se il diritto di voto è attribuito all'usufruttuario, com'è normale in forza della disposizione succitata, ci si chiede se l'eventuale concorso di questi all'adozione della deliberazione legittimante il recesso precluda al socio la possibilità di esercitare il recesso medesimo. In dottrina si è risposto affermativamente a tale interrogativo, in considerazione del fatto che la società non può subire comportamenti contraddittori fondati su diversi diritti derivanti dallo stesso titolo, e inoltre del fatto che tale soluzione consentirebbe di predisporre ad arte i requisiti soggettivi previsti per il recesso⁸⁸.

Qualche breve considerazione merita l'onere di deposito dei titoli, imposto dall'art. 2437 *bis* c.c. al socio recedente. Se sono stati emessi titoli distinti per l'usufruttuario e per il nudo proprietario, oppure se i titoli sono unici, con annotazione dell'usufrutto, ma si trovano in possesso del nudo proprietario (perché non sono ancora stati consegnati all'usufruttuario, o perché quest'ultimo è stato privato del possesso *ex art. 1015 c.c.*), il nudo proprietario può assolvere senza problemi al predetto onere di deposito; se invece i titoli azionari sono unici, ma sono in possesso dell'usufruttuario, il nudo proprietario non può assolvere all'onere di deposito senza la collaborazione dell'usufruttuario stesso.

Dopo avere trattato della titolarità del diritto di recesso e delle condizioni per il suo esercizio, è necessario soffermarsi sulle conseguenze che si producono sull'usufrutto per effetto dell'esercizio del diritto di recesso da parte del socio.

Secondo parte della dottrina, in sede di liquidazione del valore della quota al so-

camente lo scioglimento del vincolo. *Contra* GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano 2003, p. 169 ss., secondo il quale il recesso costituirebbe un atto di custodia ed amministrazione della partecipazione azionaria e come tale spetta in presenza di un pegno al creditore pignoratizio e in presenza di un usufrutto all'usufruttuario.

⁸⁸ PRESTI, *Questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *G. comm.* 1982, I, p. 105 s.; concordano sul fatto che il socio non possa recedere se l'usufruttuario ha approvato la deliberazione che legittimerebbe il recesso PARTESOTTI, *op. ult. cit.*, p. 325 s.; ASQUINI, *op. loc. ult. cit.*; ANGELICI, *op. cit., sub art. 2352*, p. 210 nota 51; POLI, *Pegno, usufrutto e sequestro*, cit., p. 278, e ID., *Il pegno di azioni*, cit., p. 463 ss.;

cio recedente dovrebbe trovare applicazione la disciplina dell'art. 1000 c.c., cosicché l'usufruttuario avrebbe diritto di concorrere alla riscossione della somma corrispondente al predetto valore e di deciderne l'impiego per l'acquisto di un altro bene, sul quale poi si trasferirebbe l'usufrutto⁸⁹. Questa soluzione presuppone evidentemente la convinzione che, per effetto del recesso, le azioni vengano automaticamente liberate dall'usufrutto, che si trasferirebbe dapprima sul credito alla liquidazione del valore delle azioni e poi sul bene acquistato con il reimpiego della somma riscossa corrispondente a tale valore.

Tuttavia dalla disciplina generale dell'usufrutto si ricava inequivocabilmente che il trasferimento dello stesso su un oggetto diverso da quello originario si può avere solo allorquando l'oggetto originario si estingue: così l'usufrutto su un credito pecuniario si trasferisce su ciò che è acquistato impiegando la somma riscossa con il pagamento, che come è noto estingue il credito (art. 1000 c.c.), l'usufrutto su una cosa materiale si trasferisce sull'indennità dovuta dal responsabile del danno se la cosa perisce a causa di questi (art. 1017 c.c.), e sempre al perimento della cosa è subordinato il trasferimento dell'usufrutto sull'indennità eventualmente dovuta dall'assicuratore (art. 1019 c.c.). Fin tantoché l'oggetto originario dell'usufrutto rimane in vita, invece, il diritto reale non può trasferirsi su un'altra *res*.

Orbene, l'esercizio del recesso da parte del socio nudo proprietario non fa venire meno le azioni che costituiscono oggetto dell'usufrutto: queste infatti non si estinguono automaticamente per effetto del recesso, ma seguono la sorte prevista dall'art. 2437 *quater* c.c., che impone in primo luogo l'offerta in opzione agli altri soci, poi (se gli amministratori lo ritengono opportuno) il collocamento presso terzi, quindi il rimborso mediante acquisto da parte della società stessa, infine la riduzione del capitale (in alternativa alla quale la società può deliberare lo scioglimento). Dunque in seguito al recesso si deve innanzitutto tentare di alienare le azioni (agli altri soci, a un terzo, alla società stessa), e solo qualora ciò non risulti possibile in alcun modo, quale *extrema ratio*, si deve provvedere alla loro estinzione (a meno che si preferisca deliberare lo scioglimento della società).

Consideriamo l'ipotesi in cui l'alienazione delle azioni abbia luogo: non ci sem-

⁸⁹ ASQUINI, *op. loc. ult. cit.*; ANGELICI, *op. cit.*, *sub* art. 2352, p. 210; cfr. anche POLI, *Il pegno di azioni*, cit., p. 465 ss., che propone una soluzione analoga per il pegno di azioni.

bra che tale alienazione, operata per liquidare il socio recedente, debba essere distinta, sotto il profilo della sorte dell'usufrutto, dall'alienazione liberamente decisa e attuata dal socio nudo proprietario. Ora, nessuno dubita che in quest'ultimo caso l'usufrutto non si trasferisce sul credito al corrispettivo dell'alienazione, ma permane sulle azioni alienate ed è opponibile anche al nuovo proprietario, secondo il regime cartolare che opera per i vincoli annotati sui titoli. Pertanto anche in seguito all'alienazione effettuata dalla società al fine di liquidare il socio recedente l'usufrutto permane sulle azioni alienate ed è opponibile al nuovo proprietario, sia esso un altro socio, un terzo, ovvero la stessa società (dell'ammissibilità dell'usufrutto su azioni proprie ci occuperemo *infra* al par. 2.9).

Se invece l'alienazione delle azioni per le quali è stato esercitato il recesso non è possibile, e di conseguenza si procede all'estinzione delle azioni e alla corrispondente riduzione del capitale sociale, allora l'usufrutto effettivamente non può più gravare sulle azioni, ma si trasferisce sul diritto a percepire il valore di liquidazione delle stesse. Nudo proprietario e usufruttuario concorreranno alla riscossione della somma corrispondente a tale valore, che sarà poi reimpiegata nel modo deciso da entrambe le parti, e l'usufrutto si trasferirà su ciò che è stato acquistato mediante il predetto reimpiego (art. 1000 c.c.).

Le considerazioni sin qui svolte si possono estendere senza difficoltà all'esercizio del recesso in caso di usufrutto di strumenti finanziari con diritto di voto emessi da società cooperative per azioni. Pertanto il recesso spetta al nudo proprietario di tali strumenti, ma il suo esercizio è precluso se lo stesso nudo proprietario o l'usufruttuario hanno espresso voto favorevole alla deliberazione che ne costituisce il presupposto. Una volta esercitato il recesso (previo deposito dei titoli presso la società), se i titoli vengono alienati agli altri soci o a terzi oppure vengono acquistati dalla società, l'usufrutto permane sui titoli alienati ed è opponibile anche al nuovo proprietario, sia esso un altro socio, un terzo, ovvero la stessa società. Se invece l'alienazione non ha luogo e si procede all'estinzione dei titoli e alla corrispondente riduzione del capitale sociale, allora l'usufrutto non può più gravare sui titoli ma si trasferisce sul diritto a percepire il valore di liquidazione degli stessi, che dovrà essere riscosso e reinvestito secondo il regime stabilito dall'art. 1000 c.c.

Veniamo infine a considerare l'esercizio del recesso in caso di usufrutto di quota

di fondo comune di investimento. In questo caso la situazione è ancora più semplice e non sembra presentare problemi di sorta: il diritto di recesso costituisce una prerogativa del nudo proprietario, e una volta che esso sia stato esercitato trova applicazione la disciplina dell'art. 1000 c.c. con riguardo al credito al pagamento del valore della quota.

Concluso il discorso sul diritto di recesso, ci si può chiedere se quanto detto valga anche per la diversa fattispecie in cui sia previsto a vantaggio della società o di altri soci un diritto di riscatto delle azioni. Tale fattispecie è ben diversa dal recesso, perché quest'ultimo è un diritto potestativo che spetta al possessore del titolo nei confronti della società, mentre il riscatto è un diritto potestativo che spetta alla società (o a uno o più soci) nei confronti del possessore del titolo. Nonostante questa diversità, si può fare qualche cenno al diritto di riscatto in questa sede perché il codice lo prende in considerazione subito dopo la disciplina del recesso, nell'art. 2437 *sexies*, e lo disciplina richiamando le disposizioni dell'art. 2437 *ter* e dell'art. 2437 *quater* sui criteri di valutazione delle azioni e sulla procedura di liquidazione in caso di recesso.

In merito al riscatto non si pone il problema di stabilire chi tra usufruttuario e nudo proprietario ne sia titolare, e come debba essere esercitato, poiché si tratta di un diritto che non inerisce al titolo ma appartiene a un soggetto terzo (la società o gli altri soci).

Si pone però il problema di chiarire quali conseguenze si producano sull'usufrutto a seguito dell'esercizio del riscatto delle azioni gravate. Tale problema deve essere risolto adottando una soluzione diversa da quella che abbiamo proposto per il recesso. Infatti la clausola statutaria di riscatto dovrebbe essere considerata alla stregua di un vincolo sui titoli azionari, opponibile a tutti coloro che acquistino diritti sui titoli stessi, e dunque anche all'usufruttuario; pertanto, a seguito dell'espletamento della procedura di riscatto, chi acquista le azioni riscattate (gli altri soci o la società) le acquista libere da qualsivoglia diritto o peso di cui il socio che ha subito il riscatto possa averle gravate, e dunque anche libere dall'usufrutto eventualmente costituito dallo stesso socio, che di conseguenza si estingue⁹⁰.

2.7. IL DIRITTO DI DISPORRE DEI TITOLI E DELL'USUFRUTTO SUI TITOLI.

Ai diritti patrimoniali, amministrativi e patrimoniali-amministrativi incorporati

nei titoli si deve aggiungere naturalmente la facoltà di disporre dei titoli medesimi, ad esempio alienandoli o dandoli in pegno. È evidente che siffatta facoltà compete al nudo proprietario e che il medesimo la può esercitare liberamente senza il concorso dell'usufruttuario; è evidente altresì che l'usufrutto è opponibile anche all'eventuale terzo che acquisti i titoli o il pegno sui titoli, purché siano rispettati i requisiti per l'opponibilità previsti dalla disciplina dei titoli di credito, sui quali torneremo in seguito.

Quanto invece alla facoltà di disporre dell'usufrutto sui titoli, trova applicazione il regime dell'art. 980 c.c.: pertanto l'usufruttuario può alienare il proprio diritto per un certo tempo o per tutta la durata dell'usufrutto, sempre che il titolo non contenga un divieto in tal senso, al quale peraltro deve riconoscersi un'efficacia meramente obbligatoria, come abbiamo già rilevato nel cap. I, sez. II, par. 6, con la conseguenza che la violazione di tale divieto non renderà nullo l'atto di disposizione dell'usufrutto, ma obbligherà soltanto l'usufruttuario al risarcimento dei danni.

2.8. IL COUSUFRUTTO.

Il 5° comma dell'art. 2352 stabilisce che, in presenza di un usufrutto di azioni spettante a più persone (c.d. cousufrutto), si applica il 2° comma dell'art. 2347, il quale prevede che «Se il rappresentante comune non è stato nominato, le comunicazioni e le dichiarazioni fatte dalla società a uno dei comproprietari sono efficaci nei confronti di tutti». Non è richiamato invece il 1° comma dello stesso articolo, e in particolare la seconda proposizione, per la quale «Nel caso di comproprietà di un'azione, i diritti dei comproprietari devono essere esercitati da un rappresentante comune nominato secondo le modalità previste dagli artt. 1105 e 1106».

Il mancato richiamo a quest'ultima disposizione induce a ritenere che l'art. 2352, comma 5, non introduca un obbligo per i cousufruttuari di provvedere alla nomina di un rappresentante comune, e che pertanto tale nomina debba considerarsi meramente facoltativa, con la conseguenza che in mancanza di essa i diritti inerenti all'usufrutto potranno essere esercitati disgiuntamente da ciascuno dei cousufruttuari⁹¹.

Quanto al richiamo al secondo comma dell'art. 2347 c.c., esso ha un duplice contenuto precettivo: in primo luogo attribuisce alle comunicazioni e alle dichiarazioni

⁹⁰ MAGLIULO, *op. cit.*, p. 116.

fatte dalla società a uno solo dei contitolari dell'usufrutto un'efficacia che si dispiega nei confronti di tutti, introducendo in questo modo una sorta di presunzione legale di conoscenza per coloro che non ne hanno avuto notizia; in secondo luogo consente indirettamente ai cousufruttuari di provvedere nel loro interesse alla nomina di un rappresentante comune, con la conseguenza che, se si fa luogo a tale nomina dandone notizia alla società, quest'ultima è tenuta a rivolgere le comunicazioni e le dichiarazioni nei confronti del predetto rappresentante oppure nei confronti di tutti i cousufruttuari, pena l'inopponibilità delle comunicazioni e delle dichiarazioni al cousufruttuario che non le abbia ricevute.

In merito al cousufrutto di azioni occorre aggiungere soltanto che, qualora si tratti di cousufrutto legale dei genitori su azioni del figlio minore, non sembra ammissibile la nomina di un terzo come rappresentante comune, stante l'indisponibilità del diritto da parte dei genitori che ne sono titolari (cfr. art. 326 c.c.)⁹².

Per il resto, le eventuali questioni che sorgano riguardo al cousufrutto di azioni sembrano potersi risolvere senza difficoltà richiamando le soluzioni proposte per la comproprietà di azioni⁹³. È stato precisato peraltro che l'obbligazione di anticipare il versamento dei conferimenti ancora dovuti, prevista dall'art. 2352, 4° comma, grava su tutti i cousufruttuari in via solidale⁹⁴.

Non sembrano palesarsi difficoltà nell'estendere le considerazioni appena svolte alla contitolarità dell'usufrutto su titoli diversi dalle azioni, e così in particolare al cousufrutto di obbligazioni e di strumenti finanziari: in siffatte ipotesi pertanto i cousufruttuari hanno la facoltà – non l'obbligo – di nominare un rappresentante comune, e in mancanza di tale nomina le comunicazioni e le dichiarazioni che la società rivolga a uno solo di essi sono efficaci nei confronti di tutti.

2.9. L'USUFRUTTO DI AZIONI PROPRIE E FATTISPECIE AFFINI.

Meritano un cenno finale le questioni concernenti la possibilità di costituire un usufrutto su azioni proprie, di costituire un usufrutto su azioni della società controllante

⁹¹ *Contra* MORERA, *op. cit.*, p. 318, secondo il quale dovrebbe ritenersi richiamato anche il 1° comma dell'art. 2347.

⁹² PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, cit., p. 344, secondo il quale in questo caso si dovrà ricorrere al conferimento di una procura da parte di un genitore a vantaggio dell'altro.

⁹³ PARTESOTTI, *op. ult. cit.*, p. 341.

⁹⁴ PARTESOTTI, *op. ult. cit.*, p. 342.

appartenenti alla controllata, di costituire un usufrutto a favore della controllata su azioni della controllante, nonché di costituire un usufrutto a favore della società emittente.

a) Alla prima questione, relativa alla possibilità di costituire un usufrutto su azioni proprie, la dottrina ha dato una risposta negativa, ritenendo che un usufrutto siffatto sarebbe invalidamente costituito e inefficace. Questa conclusione è stata giustificata alla luce del disposto dell'art. 2357 *ter*, per effetto del quale le facoltà di godimento inerenti alle azioni proprie sarebbero integralmente neutralizzate (perché sospese o attribuite *pro rata* agli altri soci), con la conseguenza che l'usufrutto, avendo per contenuto proprio tali facoltà, risulterebbe sostanzialmente vuoto⁹⁵.

La tesi esposta tuttavia non ci sembra condivisibile.

Essa risulta suffragata da un elemento testuale costituito dal 2° comma del citato art. 2357 *ter*, il quale, stabilendo (per quanto qui interessa) che il diritto agli utili è attribuito proporzionalmente alle altre azioni e che il diritto di voto è sospeso, esordisce dicendo che ciò vale «finché le azioni restano in proprietà della società»: infatti tale espressione, se intesa alla lettera, implicherebbe che il disposto del 2° comma valga anche se sulle azioni proprie è costituito un usufrutto, giacché in questa ipotesi le azioni rimangono pur sempre in proprietà della società.

Tuttavia riteniamo che la *ratio* della disposizione in commento ne imponga un'interpretazione che superi il rigore del dato letterale. La *ratio* della distribuzione proporzionale del diritto agli utili risiede nell'impossibilità logica che la società (titolare delle azioni proprie) distribuisca utili di bilancio a se medesima, poiché gli utili di esercizio o vengono distribuiti ai soci oppure rimangono alla società accantonati in forma di riserve; la *ratio* della sospensione del diritto di voto, invece, risiede nell'esigenza di evitare il c.d. *managing control*, ossia l'acquisto da parte degli amministratori di posizioni di potere nell'assemblea attraverso la possibilità di controllare l'esercizio del voto. Ipotizziamo ora che sulle azioni proprie si possa costituire un usufrutto, applichiamo la disciplina di questo diritto reale come l'abbiamo ricostruita finora, e verifichiamo se essa genera i medesimi inconvenienti che giustificano l'art. 2357 *ter*, comma 2, c.c.: in caso positivo si dovrà ritenere necessaria l'applicazione di questa disposizione, mentre nel

⁹⁵ POLI, *Il pegno di azioni*, cit., p. 118, in particolare nota 90, il quale ha confermato poi la sua tesi in *Il nuovo diritto delle società*, cit., p. 243, testo e nota 74; CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano 1988, p. 127 s.

caso contrario non vi sarà ragione di applicarla. Se si riconosce il diritto agli utili all'usufruttuario, *ex art. 984 c.c.*, l'ostacolo rappresentato dall'impossibilità per la società di distribuire utili a se medesima non si presenta, e dunque non v'è ragione di distribuire tale diritto proporzionalmente agli altri soci. Analogamente, se si riconosce il diritto di voto all'usufruttuario, *ex art. 2352, comma 1, c.c.*, il rischio del c.d. *managing control* è scongiurato perché gli amministratori non possono influire su tale voto, e dunque non v'è ragione di sospendere tale diritto.

Pertanto l'interpretazione dell'art. 2357 *ter*, comma 2, condotta alla luce della sua *ratio*, porta ad escludere che tale disposizione trovi applicazione allorché sulle azioni proprie è costituito l'usufrutto.

Dunque non può sostenersi, come fa la dottrina qui criticata, che l'usufrutto su azioni proprie sarebbe sostanzialmente privo di contenuto, e di conseguenza non vi sono ostacoli che precludano l'ammissibilità della costituzione dell'usufrutto anche sulle azioni proprie. Naturalmente tale operazione deve essere autorizzata dall'assemblea ai sensi del 1° comma dello stesso art. 2357 *ter*, trattandosi di un atto di disposizione delle azioni.

È necessario considerare però che qualora la società titolare delle azioni proprie e l'usufruttuario stipulassero un patto derogatorio dell'art. 2352, 1° comma, c.c., che preveda l'attribuzione del voto in tutto o in parte alla società, tale patto sarebbe nullo per contrarietà alla norma imperativa ricavabile dal disposto dell'art. 2357 *ter*, comma 2, ultima proposizione, in forza della quale la società non può esercitare il voto sulle azioni proprie. Del resto, qualora tale nullità non operasse, gli amministratori della società potrebbero aggirare facilmente la predetta norma imperativa, attraverso l'*escamotage* della costituzione sulle azioni proprie di un usufrutto con patto attributivo del voto alla società. Va rilevato peraltro che qualora il patto in deroga all'art. 2352, comma 1, c.c., fosse essenziale per i contraenti, nel senso che in assenza di tale patto essi non avrebbero stipulato il contratto costitutivo dell'usufrutto, la nullità del patto si riverbera sull'intero contratto, ai sensi dell'art. 1419, comma 1, c.c., e di conseguenza l'usufrutto non sorge. Infine giova rilevare che, poiché la nullità può essere fatta valere da chiunque vi abbia interesse, ai sensi dell'art. 1421 c.c., la nullità di un patto siffatto potrebbe essere invocata da qualunque socio, indipendentemente dalla consistenza della propria partecipazione.

b) Il ragionamento che ci ha condotto ad affermare l'ammissibilità della costituzione di un usufrutto su azioni proprie può essere riproposto anche per sostenere l'ammissibilità della costituzione di un usufrutto su azioni della controllante appartenenti alla controllata. Riguardo alla fattispecie dell'acquisto di azioni della controllante da parte della controllata, la legge prevede soltanto la sospensione del diritto di voto inerente alle azioni medesime (art. 2359 *bis*, comma 5, c.c.), ma nulla dispone sul diritto agli utili, che dunque deve ritenersi spettante alla controllata. Siffatta soluzione è coerente con le due *rationes* che ispirano la disposizione dell'art. 2357 *ter*, comma 2, e che abbiamo illustrato in precedenza: per gli utili infatti nulla osta alla distribuzione alla controllata, perché non si presenta quell'impossibilità giuridica di auto-distribuzione di cui abbiamo detto; per il voto, all'opposto, sussiste anche in questo caso il pericolo del *managing control* da parte degli amministratori della controllante che, attraverso la società controllata, potrebbero influenzare il voto nell'assemblea della controllante stessa. Anche in questo caso, ipotizzando che sulle predette azioni si possa costituire un usufrutto, e applicando la relativa disciplina, si giunge a risultati compatibili con la *ratio* dell'art. 2359 *bis*, comma 5, e dunque non v'è ragione di applicare tale disposizione.

c) Quanto poi a un eventuale usufrutto su azioni della controllante costituito a favore della società controllata, esso non è ammissibile perché violerebbe il disposto dell'art. 2359 *bis*, comma 5, che vieta alla società controllata di esercitare il voto nelle assemblee della controllante, a meno che venga stipulato un apposito patto in deroga all'art. 2352, comma 1, c.c., che attribuisca *in toto* il voto al socio anziché all'usufruttuario.

d) Anche un eventuale usufrutto acquistato dalla società emittente su azioni da essa emesse e appartenenti a un terzo non è ammissibile, poiché violerebbe il disposto dell'art. 2357 *ter*, comma 2, che vieta alla società di esercitare il voto nelle proprie assemblee. In siffatta ipotesi, però, l'usufrutto non è ammissibile nemmeno se viene stipulato un patto in deroga all'art. 2352, comma 1, c.c., poiché sussisterebbe comunque l'impedimento rappresentato dall'impossibilità che la società distribuisca utili di bilancio a se medesima.

3. Gli obblighi eventualmente discendenti dal possesso dei titoli.

Il 4° comma dell'art. 2352 contiene una disposizione che non è stata modificata

dalla riforma del 2003, e che riguarda l'obbligo di eseguire i conferimenti ancora dovuti, stabilendo che deve essere l'usufruttuario a provvedere al versamento delle relative somme, «salvo il suo diritto alla restituzione al termine dell'usufrutto». La disposizione va intesa nel senso che nei rapporti verso la società è obbligato l'usufruttuario, mentre nei rapporti interni tra le parti l'obbligo grava sul socio nudo proprietario, il quale però è tenuto a farvi fronte soltanto al termine dell'usufrutto, rimborsando all'usufruttuario quanto da questi pagato.

Considerato che l'obbligo di eseguire i versamenti ancora dovuti si potrebbe assimilare ai carichi che gravano sulla proprietà, forse sarebbe stato più coerente adottare una soluzione analoga a quella prevista dalla disciplina generale dell'usufrutto per siffatti carichi: si sarebbe potuto cioè da un lato imporre tale obbligo al nudo proprietario, gravando l'usufruttuario soltanto dell'obbligo di corrispondere al primo gli interessi sulla somma versata (art. 1009, 1° comma, c.c.), dall'altro consentire allo stesso usufruttuario di anticipare il pagamento dovuto dal nudo proprietario, gravando il nudo proprietario dell'obbligo di rimborsare il capitale al termine dell'usufrutto (art. 1009, 2° comma, c.c.). Con la disciplina attuale, invece, l'art. 2352, 4° comma rende obbligatoria l'anticipazione del pagamento da parte dell'usufruttuario che l'art. 1009, 2° comma prevede come semplicemente facoltativa.

La disposizione in commento merita alcune osservazioni. Innanzi tutto è opportuno precisare che il debito di restituzione dei versamenti anticipati dal nudo proprietario è un debito di valuta, analogamente a quello che sorge ai sensi del citato art. 1009, comma 2°; da ciò consegue che l'usufruttuario ha diritto di vedersi restituita al termine dell'usufrutto la somma versata secondo il suo valore nominale, senza rivalutazione. Ma l'analogia con l'art. 1009, comma 2°, che riconosce all'usufruttuario che ha anticipato il pagamento di un peso gravante sulla proprietà il «diritto di essere rimborsato del capitale [e solo di esso] al termine dell'usufrutto», induce a ritenere che all'usufruttuario che ha anticipato i versamenti dovuti dal socio nudo proprietario *ex art. 2352, comma 4*, non siano dovuti nemmeno gli interessi sulle somme versate dal momento dell'anticipazione fino al momento dell'estinzione dell'usufrutto, anche perché è solo in quest'ultimo

momento che il credito dell'usufruttuario diventa esigibile⁹⁶.

In secondo luogo l'usufruttuario che, al termine dell'usufrutto, deve restituire le azioni al nudo proprietario, ha il diritto di ritenzione a garanzia del rimborso dei versamenti da lui anticipati, fino alla concorrenza della somma a lui dovuta, in applicazione analogica dell'art. 1011 c.c. nella parte in cui si riferisce all'ipotesi contemplata dal 2° comma dell'art. 1009. Qualora questo ragionamento non persuadesse, si potrebbe forse accogliere la tesi proposta da un'autorevole dottrina, secondo la quale si potrebbero considerare i versamenti eseguiti dall'usufruttuario come spese relative alla conservazione delle azioni (perché in loro mancanza le azioni possono essere fatte vendere o il socio può essere dichiarato decaduto) o al loro miglioramento (perché forniscono un apporto all'attività d'impresa), e si potrebbe pertanto riconoscere all'usufruttuario il privilegio previsto dall'art. 2756 c.c., dal quale discenderebbe il diritto di ritenzione⁹⁷.

Rileviamo poi che l'usufruttuario, qualora sia in mora nell'anticipare i conferimenti dovuti, incorre nella sanzione prevista dall'art. 2344, ultimo comma, c.c., che consiste nell'impossibilità di esercitare il diritto di voto che gli spetterebbe ai sensi dell'art. 2352, 1° comma⁹⁸.

Ci si deve chiedere a questo punto se, a fronte dell'inadempimento dell'usufruttuario all'obbligo di anticipare i conferimenti, la società possa avvalersi subito dei due strumenti alternativi che le mette a disposizione l'art. 2344 c.c., vale a dire l'azione esecutiva da un lato (da dirigere in questo caso nei confronti dell'usufruttuario), e la vendita delle azioni (previa offerta in opzione agli altri soci) dall'altro, oppure se, al contrario, a fronte dell'inadempimento dell'usufruttuario, la società abbia l'onere di rivolgersi preventivamente nei confronti del nudo proprietario, e solo nel caso in cui anche questi risulti inadempiente possa avvalersi dei due rimedi alternativi sopra citati. Poiché l'art. 2352 disciplina l'usufrutto di azioni sotto il profilo esterno dei rapporti con la società, trascurando di considerarne il profilo interno attinente ai rapporti tra usufruttuario e nudo proprietario, a noi sembra che la società possa considerare quale suo debitore il solo usufruttuario, e che pertanto l'inadempimento di costui la legittimi a disporre

⁹⁶ Esclude l'obbligo di corresponsione degli interessi anche ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, cit., p. 36, sebbene il richiamo all'art. 1010 c.c., che l'autore fa per corroborare il suo assunto, non sembri appropriato, per le ragioni che indicheremo in seguito nel testo.

⁹⁷ PUGLIESE, *op. cit.*, p. 566.

⁹⁸ Dello stesso avviso POLI, *Pegno, usufrutto e sequestro*, cit., p. 242.

subito dei rimedi di cui all'art. 2344 c.c., senza dover escutere preventivamente il nudo proprietario.

Dopo aver esaminato i riflessi dell'inadempimento dell'usufruttuario nei rapporti con la società, dobbiamo soffermarci sulle conseguenze che si producono nei rapporti interni con il nudo proprietario. Quest'ultimo, come abbiamo detto, non è obbligato direttamente nei confronti della società, ma è tenuto a sostenere il peso economico dei conferimenti, poiché su di lui grava l'obbligo di rimborsare all'usufruttuario, al termine dell'usufrutto, i versamenti da questi effettuati. Tuttavia il nudo proprietario, benché non sia direttamente obbligato verso la società, può provvedere direttamente al pagamento dei conferimenti, come potrebbe fare qualunque terzo ai sensi dell'art. 1180 c.c. Qualora vi provveda, il suo pagamento si risolve in una sorta di rimborso anticipato di quanto l'usufruttuario avrebbe dovuto pagare, cosicché il nudo proprietario viene a perdere la disponibilità di una somma che avrebbe dovuto tenere fino all'estinzione dell'usufrutto (quando avrebbe dovuto rimborsare l'usufruttuario), mentre l'usufruttuario viene a disporre di una somma della quale avrebbe dovuto essere privo fino al termine dell'usufrutto (quando ne avrebbe conseguito il rimborso). Appare giusto dunque che il socio che ha eseguito i versamenti non anticipati dall'usufruttuario possa pretendere da quest'ultimo gli interessi sulla somma pagata, dal giorno del pagamento fino al momento dell'estinzione dell'usufrutto. Per fondare questa conclusione si potrebbe invocare altresì l'art. 1185, 2° comma, ultima proposizione, atteso che il rimborso anticipato da parte del nudo proprietario è un pagamento eseguito prima della scadenza del termine posto nell'interesse del debitore⁹⁹.

⁹⁹ Una parte della dottrina invece ha fondato la medesima soluzione sull'applicazione analogica dell'art. 1010, 3° comma, c.c., relativo all'usufrutto di eredità, che concerne il pagamento del capitale dei debiti ereditari e dei legati: mentre il 2° comma di tale articolo stabilisce che tale debito «può» (e non «deve») essere anticipato dall'usufruttuario, lasciando intendere con evidenza che esso grava sull'erede nudo proprietario, il citato 3° comma prevede che, in mancanza di tale anticipazione, l'erede nudo proprietario può pagare la relativa somma, sulla quale l'usufruttuario deve corrispondergli l'interesse durante l'usufrutto (PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, cit., p. 339; ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, cit., p. 36). Non sembra però che vi siano i presupposti per ricorrere all'applicazione analogica dell'art. 1010, 3° comma, c.c. Infatti l'art. 1010 regola i rapporti interni tra usufruttuario e nudo proprietario, non quelli verso i debitori (v. PUGLIESE, *op. cit.*, pp. 493 e 711; DE MARTINO, *Dell'usufrutto, dell'uso e dell'abitazione*, cit., *sub* art. 1010, p. 313), mentre l'art. 2352 all'opposto disciplina i rapporti verso la società emittente, tralasciando di considerare quelli interni. Inoltre l'art. 1010 prevede, al 2° comma, che l'anticipazione del pagamento del capitale dei debiti ereditari e dei legati, da parte dell'usufruttuario, sia rimessa alla libera scelta di quest'ultimo, mentre l'art. 2352, 4° comma, prevede un vero e proprio obbligo per l'usufruttuario di anticipare i conferimenti ancora dovuti dal nudo proprietario. Dunque la cornice

Parte della dottrina ha ritenuto inoltre che, a fronte dell'inadempimento dell'usufruttuario all'obbligo di anticipare i conferimenti, sia congruo applicare l'art. 1015 c.c. e attribuire conseguentemente il possesso delle azioni al nudo proprietario, obbligando costui a corrispondere una somma annuale all'usufruttuario¹⁰⁰.

La disposizione dell'art. 2352, 4° comma, sembra applicabile anche ai versamenti che siano eventualmente dovuti in conseguenza di una riduzione del capitale per perdite con contestuale aumento del medesimo mediante nuovi conferimenti; in siffatta ipotesi l'usufruttuario non può sottrarsi all'obbligo di anticipare il versamento dovuto dal nudo proprietario, ma può soltanto opporsi alla deliberazione di aumento del capitale esprimendo voto contrario in assemblea e proponendo di optare piuttosto per lo scioglimento o per la trasformazione della società; inoltre, se la deliberazione è comunque validamente adottata, qualora egli non sia in grado di affrontare l'esborso cui sarebbe tenuto, oppure tema di non potere conseguire la restituzione del versamento da parte del nudo proprietario, può pur sempre liberarsi dall'obbligo rinunciando all'usufrutto.

Infine ci si deve chiedere se la disposizione in esame, che riguarda l'obbligo di eseguire i conferimenti in caso di usufrutto di azioni, possa essere applicata in via analogica anche per disciplinare l'obbligo di fornire l'apporto in caso di usufrutto di strumenti finanziari. Il problema potrebbe assumere rilievo se l'apporto del sottoscrittore degli strumenti finanziari consistesse in una prestazione di dare non eseguita integralmente al momento della sottoscrizione, ma si può dubitare che gli strumenti finanziari possano non essere integralmente liberati al momento della loro sottoscrizione, per cui il suddetto problema non dovrebbe porsi. Qualora l'apporto consista in una prestazione di fare che non si esaurisce al momento della sottoscrizione ma riveste carattere periodico o continuativo, se si tratta di fare infungibile resta evidentemente obbligato il nudo proprietario; se invece si tratta di fare fungibile, si potrebbe forse applicare l'art. 2352,

in cui è collocato il disposto dell'art. 1010, comma 3, è troppo diversa da quella dell'art. 2352, perché si possa impiegare la prima disposizione al fine di integrare la seconda.

Si è invocata l'applicazione analogica anche dell'ultima parte del 3° comma dell'art. 1010, laddove si attribuisce all'erede/nudo proprietario, in via alternativa, un'altra facoltà, quella cioè di alienare una quota dei beni soggetti ad usufrutto fino alla concorrenza della somma dovuta (ASQUINI, *op. loc. ult. cit.*): ciò comporterebbe l'attribuzione al socio della facoltà di fare vendere un parte delle azioni, usando il ricavato per eseguire i conferimenti ancora dovuti. La soluzione appare discutibile, oltre che per le ragioni esposte sopra, anche perché la facoltà di far vendere le azioni è espressamente riconosciuta, nello stesso comma 4° dell'art. 2352, al creditore pignoratizio, potendosi ricavare da ciò un argomento *a contrario* per negare che l'usufruttuario possieda tale facoltà (PARTESOTTI, *op. loc. cit.*).

¹⁰⁰ PARTESOTTI, *op. cit.*, p. 339.

comma 4°, e ritenere che la prestazione debba essere eseguita dall'usufruttuario e che questi al termine dell'usufrutto abbia diritto di conseguire il valore dal nudo proprietario, tuttavia sembra molto più semplice la soluzione per cui anche in questo caso resta obbligato il nudo proprietario.

4. Altri diritti e obblighi dell'usufruttuario, risultanti dalla disciplina generale dell'usufrutto.

Passiamo ora ad analizzare come si atteggiavano alcuni diritti e obblighi, che la disciplina generale dell'usufrutto pone in capo all'usufruttuario, allorché l'usufrutto ha per oggetto un titolo di credito.

All'inizio dell'usufrutto l'usufruttuario ha il diritto di conseguire il possesso dei titoli, ai sensi dell'art. 982 c.c., ma su questo diritto ci soffermeremo nella sezione seguente.

Sempre all'inizio dell'usufrutto l'usufruttuario è tenuto a provvedere all'inventario e a prestare adeguata garanzia, altrimenti non può conseguire il possesso dei titoli (art. 1002, ultimo comma, c.c.). Se poi si tratta di titoli al portatore, la mancata prestazione della garanzia o la prestazione di una garanzia insufficiente comportano che i titoli debbano essere convertiti in nominativi con annotazione dell'usufrutto sugli stessi, o in alternativa debbano essere depositati presso un terzo concordemente individuato dalle parti o presso un istituto di credito designato dal giudice (art. 1003, comma 1, 3° alinea, c.c.).

L'usufruttuario ha poi l'obbligo di provvedere alla custodia dei titoli, cosicché commette un abuso se per esempio ne rende possibile il furto con il suo comportamento doloso o colposo.

All'obbligo di custodia si aggiungono gli obblighi che sorgono in caso di smarrimento, sottrazione o distruzione dei titoli. Se i titoli sono al portatore, l'usufruttuario ha l'obbligo di denunciare all'emittente la sottrazione o lo smarrimento e di fornirgliene prova, ai sensi dell'art. 2006, comma 2, c.c.¹⁰¹; l'usufruttuario può altresì chiedere al tribunale l'autorizzazione all'esercizio dei diritti inerenti alle azioni (ma a nostro avviso la disposizione si estende in via analogica a tutti i titoli di durata, sui quali v. l'ultimo

¹⁰¹ PUGLIESE, *op. cit.*, p. 686.

paragrafo della sezione precedente), ai sensi del 4° comma dello stesso articolo, ma tale autorizzazione può riguardare solo i diritti che effettivamente spettano all'usufruttuario e non può comprendere i diritti del nudo proprietario, e pertanto è necessario che nel giudizio promosso davanti al tribunale sia instaurato il contraddittorio anche nei confronti di quest'ultimo. In caso di distruzione dei titoli, l'usufruttuario può chiedere all'emittente il rilascio di un duplicato o di un titolo equivalente, sostenendone le relative spese, ai sensi dell'art. 2007 c.c.

Se i titoli sono all'ordine l'usufruttuario deve denunciare al debitore lo smarrimento, la sottrazione o la distruzione del titolo e deve promuovere il procedimento di ammortamento (art. 2016 c.c.), nel quale deve essere chiamato anche il nudo proprietario.

Lo stesso vale anche se i titoli sono nominativi, ma in questo caso occorre considerare anche il 2° comma dell'art. 2027, che vale per i titoli azionari ma che a nostro avviso si estende in via analogica a tutti i titoli di durata, in forza del quale si deve ritenere che l'usufruttuario che ha promosso il procedimento di ammortamento possa esercitare quei diritti inerenti alle azioni che a lui spettano (ad es. il voto), mentre gli altri diritti possono essere esercitati dal nudo proprietario (ad es. l'opzione) oppure dal nudo proprietario e dall'usufruttuario congiuntamente (ad es. la conversione).

Si è sostenuto che l'usufruttuario potrebbe chiedere la conversione dei titoli nominativi in titoli al portatore solo con il consenso del nudo proprietario, perché tale conversione rende meno sicura la posizione di quest'ultimo, mentre potrebbe provvedere da solo alla conversione dei titoli al portatore in titoli nominativi, perché tale conversione rende maggiormente garantita la posizione del nudo proprietario¹⁰².

Del diritto di disporre dei titoli e dell'usufrutto ci siamo occupati sopra al par. 2.7, al quale rinviamo.

Ci si può chiedere poi quale sia la sorte dei diritti reali di garanzia di cui beneficia il sottoscrittore dei titoli (cfr. per le obbligazioni l'art. 2414 *bis* c.c.). Di tali diritti può beneficiare anche l'usufruttuario, poiché la società emittente che ha prestato la garanzia, reale o personale, non vede aggravata la sua posizione per effetto dell'estensione della garanzia a vantaggio dell'usufruttuario, in quanto tale estensione riguarda solo i soggetti che della garanzia vengono a beneficiare, mentre rimane immutata l'ampiezza

della garanzia stessa sotto il profilo oggettivo (cfr. quanto abbiamo detto a proposito dell'usufrutto di crediti nel cap. I, sez. II, par. 6).

Al termine dell'usufrutto grava sull'usufruttuario l'obbligo di restituire i titoli al nudo proprietario (art. 1001, comma 1). Al fine di adempiere a tale obbligo, per i titoli al portatore è sufficiente provvedere alla consegna, mentre per quelli all'ordine è necessario anche apporre la girata sui titoli e per quelli nominativi si deve chiedere all'emittente di eseguire la doppia annotazione della cessazione dell'usufrutto.

Infine occorre prendere in considerazione i premi e le altre utilità aleatorie prodotte dal titolo. Essi sono disciplinati dall'art. 1998 c.c., che li considera alla stregua di accessori del titolo di credito e che pertanto applica ad essi lo stesso principio sotteso all'art. 983, stabilendo che cadono nella titolarità del nudo proprietario del titolo ma l'usufruttuario ne ha il godimento¹⁰³. Ciò significa non solo che le somme provenienti da tali accessori devono essere investite a norma dell'art. 1000, come specifica l'art. 1998, ma anche, e prima ancora, che tali somme non possono essere ricevute dal solo usufruttuario ma devono essere riscosse congiuntamente con il nudo proprietario. Ciò significa altresì che l'usufrutto si trasferisce su ciò che è acquistato mediante l'impiego delle predette somme.

¹⁰² V. FRANÇON, *op. cit.*, p. 14 s.

¹⁰³ FIORENTINO, *Dei titoli di credito*, cit., sub art. 1998, p. 123 s.; PUGLIESE, *op. cit.*, pp. 276 e 290; una disposizione analoga si trova in Germania al § 1083, Abs. 2, ultima proposizione, BGB; la stessa soluzione è stata proposta in Francia con riguardo ai premi di un titolo obbligazionario, pur in mancanza di una disposizione *ad hoc*, da FRANÇON, *op. cit.*, p. 12 s., e da LARROUMET, *op. cit.*, p. 283; infine cfr. in Spagna DÍEZ PICAZO-GULLÓN, p. 430.

SEZIONE III – COSTITUZIONE DEL VINCOLO E CIRCOLAZIONE DEL TITOLO

1. La costituzione dell'usufrutto e il possesso dei titoli.

1.1. LA COSTITUZIONE DELL'USUFRUTTO.

Al fine di esaminare la costituzione dell'usufrutto su titoli di credito, è necessario innanzi tutto tenere conto del noto dibattito che da lungo tempo impegna la dottrina in merito alle condizioni necessarie perché si possa produrre l'effetto reale dei contratti che hanno come oggetto titoli di credito.

Secondo una parte della dottrina e della giurisprudenza, tali contratti non sarebbero soggetti all'applicazione del principio consensualistico espresso dall'art. 1376 c.c., ma produrrebbero l'effetto reale soltanto in seguito alla consegna dei titoli¹.

Secondo la tesi prevalente, invece, non vi sarebbero ragioni per escludere dalla portata del principio consensualistico i contratti che hanno ad oggetto titoli di credito, e pertanto il trasferimento del diritto sul titolo avverrebbe in virtù del semplice accordo tra le parti, senza che sia necessaria la consegna².

¹ ASQUINI, *Titoli di credito*, rist. riveduta, Padova 1966, p. 58 s.; MESSINEO, *op. cit.*, II, p. 281 s.; GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, II, 2, 4^a ediz., Padova 2004, p. 311 ss.; Cass. 28 aprile 1981, n. 2557; Cass. 3 febbraio 1967, n. 308, in *Banca, borsa e tit. cred.* 1967, II, p. 333; Cass. 26 giugno 1961, n. 1534, in *Banca, borsa e tit. cred.* 1961, II, p. 337; App. Torino 29 settembre 1984, in *Società* 1985, p. 281; Trib. Milano 21 settembre 1987, in *Banca, borsa e tit. cred.* 1989, II, p. 226.

Merita di essere ricordata anche la tesi (sostenuta da CORRADO, *I contratti di borsa*, in *Tratt. Vassalli*, Milano 1960, p. 424 ss., da BRANCA, *Sul trasferimento della proprietà dei titoli di credito*, in *Banca, borsa e tit. cred.* 1951, I, p. 229 ss., e più recentemente da DI AMATO, *I titoli di credito*, in *Tratt. Rescigno*, 13^{**}, 2^a ediz., Torino 2008, p. 280 s.) secondo la quale la proprietà del titolo si trasmetterebbe in virtù del mero consenso, mentre il trasferimento del credito cartolare potrebbe avvenire esclusivamente con la trasmissione del possesso qualificato del titolo. Tale tesi è stata criticata (v. per tutti OPPO, *op. cit.*, p. 3, e M. CIAN, *Titoli dematerializzati e circolazione «cartolare»*, Milano 2001, p. 237 s.) perché spezza, anche se solo con riguardo alla vicenda traslativa, il nesso tra proprietà del documento e titolarità del credito in esso incorporato, e perché tradisce la funzione del documento, che è quella di incorporare la titolarità del credito cartolare.

² MARTORANO, *op. cit.*, p. 455 ss.; PARTESOTTI, *Lezioni sui titoli di credito*, cit., p. 55 s., e ID., *I titoli all'ordine*, in *Comm. Schlesinger*, Milano 1991, sub art. 2011, p. 108 ss.; FIORENTINO, *Dei titoli di credito*, cit., p. 30 ss.; SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito: lezioni*, 2^a ediz., Torino 1994, p. 39 ss., il quale sottolinea che il possesso è necessario per rendere l'acquisto incontestabile da parte dei terzi; STAGNO D'ALCONTRES, *Il titolo di credito. Ricostruzione di una disciplina*, Torino 1999, p. 100 ss.; CALLEGARI, in CALLEGARI-COTTINO-DESANA-SPATAZZA, *I titoli di credito*, in *Tratt. Cottino*, VII, Padova 2006, p. 53 ss.; BIGIARI, *Il trasferimento dei titoli di credito*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.* 1950, p. 1 ss.; FERRI, *I titoli di credito*, 2^a ediz., in *Tratt. Vassalli*, Torino 1958, p. 117 s.; in giurisprudenza aderiscono alla tesi consensualistica Cass. 5 settembre 1995, n. 9314; Cass. 7 gennaio 1981, n. 116; Cass. sez. un. 18 settembre 1970, n. 1549, in *Mass. F. it.* 1970, c. 500; App. Milano 16 dicembre 1994, in *Foro pad.* 1995, I, c. 43; App. Milano 12 luglio 1991, in *Società* 1991, p. 1503; Trib. Torino ord. 14 marzo 1995, in *Socie-*

Seguendo una via intermedia tra le due opposte tesi del realismo³ e del consensualismo, si è sostenuto che la proprietà del documento e il rapporto incorporato si trasferirebbero per effetto della semplice manifestazione del consenso, ma la *traditio* sarebbe indispensabile perché l'acquisto del rapporto incorporato possa avvenire secondo il regime cartolare, nel senso che in mancanza di essa si produrrebbero solo gli effetti di una cessione ordinaria e pertanto all'acquirente potrebbero essere opposte le eccezioni che potevano essere fatte valere nei confronti del cedente⁴.

Al fine di esaminare la costituzione dell'usufrutto su titoli di credito occorre poi tenere conto dell'art. 1997 c.c., il quale esprime il principio di c.d. cartolarizzazione dei vincoli sul titolo, prevedendo che questi ultimi «non hanno effetto se non si attuano sul titolo».

In dottrina si è affermato che i vincoli cui fa riferimento tale disposizione sono quelli che comportano, per il proprietario del titolo, una temporanea preclusione sia del potere di godimento che del potere di disposizione, e che risultano opponibili ai successivi acquirenti del titolo stesso; di conseguenza nel novero di tali vincoli deve ritenersi compreso anche l'usufrutto, poiché quest'ultimo priva il nudo proprietario della facoltà di godere del bene, cioè di esercitare la pretesa menzionata nel titolo, ed è opponibile ai successivi acquirenti come tutti i diritti reali⁵. L'affermazione è corretta ma merita una

tà 1995, p. 1601; Trib. Milano 8 maggio 1989, in *Società* 1989, p. 721; Trib. Milano ord. 19 maggio 1987, in *Società* 1987, p. 945; Trib. Milano 23 luglio 1981, in *Dir. fall.* 1982, II, p. 97.

³ È stato giustamente osservato (M. CIAN, *op. ult. cit.*, pp. 227, 255, 278; LENER, nota a Trib. Milano ord. 19 maggio 1987 e a Trib. Reggio Emilia 13 aprile 1987, in *Banca, borsa e tit. cred.* 1989, II, p. 379) che la nostra dottrina non sembra essere mai giunta ad affermare che il contratto traslativo del titolo di credito sia un contratto reale. Tale affermazione infatti implicherebbe che, qualora sia stato raggiunto l'accordo tra le parti ma questo non sia stato accompagnato dalla consegna del titolo, l'alienante non avrebbe alcun obbligo di fare acquistare la proprietà del titolo stesso all'acquirente, non potendo il contratto dirsi perfezionato e non essendo pertanto sorto alcun obbligo in tale senso; implicazione questa che è del tutto estranea al pensiero della nostra dottrina. Pertanto l'alternativa non si pone tanto tra natura consensuale e natura reale del contratto, quanto piuttosto tra efficacia obbligatoria ed efficacia reale del contratto (consensuale).

⁴ MENGONI, *La regola «possessione vale titolo» nella circolazione dei titoli di credito e i rapporti fra l'art. 1994 e l'art. 1153 c.c.*, in *Banca, borsa e tit. cred.* 1949, I, p. 28 ss.; PAVONE LA ROSA, *La cambiale*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, 2^a ediz., Milano 1994, p. 291 ss. e p. 332 ss.; CHIOMENTI, *Il titolo di credito. Fattispecie e disciplina*, Milano 1977, p. 415; secondo M. CIAN, *Titoli dematerializzati*, cit., p. 239 ss., nota 240, anche la posizione di LIBONATI, *I titoli di credito nominativi*, Milano 1965, p. 40 ss., dovrebbe essere ricondotta a questa corrente di pensiero, nonostante il citato autore dichiararsi di aderire alla tesi consensualistica.

Per la critica di questo orientamento intermedio tra il consensualismo e il realismo, v. per tutti M. CIAN, *Titoli dematerializzati*, cit., p. 246 ss.

⁵ BRIOLINI, *I vincoli sui titoli di credito*, Torino 2002, p. 13 ss., in particolare p. 80, nota 191; v. anche MARTORANO, *op. cit.*, p. 697. *Contra* LIBERTINI, *Osservazioni sul valore giuridico del «transfert» nella*

precisazione, perché l'esistenza dell'usufrutto priva il proprietario del titolo soltanto della possibilità di esercitare *alcune* delle pretese menzionate nel titolo stesso: infatti, per quanto riguarda i diritti patrimoniali, spetta all'usufruttuario solo la pretesa relativa agli interessi, mentre la pretesa relativa al capitale rimane di spettanza del proprietario del titolo, anche se questi dovrà esercitarla con il concorso dell'usufruttuario; per quanto riguarda i diritti amministrativi, spetta all'usufruttuario il diritto di voto (salvo convenzione contraria), mentre gli altri diritti amministrativi fanno capo sia all'usufruttuario che al proprietario, i quali possono esercitarli disgiuntamente.

Se dunque l'art. 1997 c.c. riguarda anche l'usufrutto, quest'ultimo deve essere "attuato" sul titolo.

A questo punto però si pone un duplice interrogativo: in che modo l'usufrutto si "attua" sul titolo? E cosa significa che l'usufrutto non attuato sul titolo "non ha effetto"?

Iniziando dal primo interrogativo, la risposta è agevole nel caso di titoli nominativi perché, come chiariremo meglio in seguito, è possibile annotare l'usufrutto sul titolo e nel registro dell'emittente (si vedano l'art. 2024 c.c. e l'art. 3, 1° comma, r.d. n. 239 del 1942, il quale dispone che «I vincoli reali sui titoli azionari si costituiscono mediante annotazione, a cura della società emittente, sul titolo e nel libro dei soci»), o addirittura chiedere l'emissione di titoli distinti per il proprietario e per l'usufruttuario (si vedano l'art. 2025 c.c. e l'art. 1, 3° comma, r.d. n. 239 del 1942). Per i titoli all'ordine e per i titoli al portatore invece la risposta è tutt'altro che semplice. Infatti su un titolo all'ordine può essere "attuato" il pegno, mediante l'apposizione di una specifica girata caratterizzata dalle formule "valuta in garanzia", "valuta in pegno" o altre equivalenti, specificamente ammessa dall'art. 2014 c.c., ma non può essere "attuato" l'usufrutto, perché la legge non prevede alcuna girata speciale diretta alla costituzione di tale vincolo. Sui titoli al portatore poi non può essere attuato nemmeno il pegno, poiché essi circolano mediante la semplice consegna non accompagnata da ulteriori formalità.

Pertanto si può concordare sul fatto che vi sia un parallelismo tra forme di costituzione del vincolo e forme di attribuzione della legittimazione cartolare, come si è af-

circolazione delle azioni di società, in *Riv. soc.* 1966, p. 834 s., secondo il quale l'espressione "vincoli" usata dall'art. 1997 non potrebbe ritenersi comprensiva dell'usufrutto; ma Briolini, a p. 22 nota 30, osserva che gli argomenti di questo autore si fondano esclusivamente su un'esigenza di coordinamento tra l'art. 1153, comma 2°, e l'art. 2024 c.c. Un'indicazione testuale nel senso che l'usufrutto sia un vincolo

fermato in dottrina⁶, però si deve osservare che tale parallelismo non è perfetto, perché non sempre le formalità che valgono ad attribuire la legittimazione cartolare valgono anche ad attuare il vincolo sul titolo.

Venendo al secondo interrogativo, che riguarda il significato da attribuirsi alla disposizione dell'art. 1997, in forza della quale l'usufrutto non attuato sul titolo «non ha effetto», esso solleva il problema dell'individuazione delle condizioni necessarie perché possa determinarsi l'effetto reale della costituzione dell'usufrutto, problema che si intreccia con quello sopra prospettato che concerne l'individuazione delle condizioni necessarie perché possa determinarsi l'effetto reale del trasferimento della proprietà del titolo. In altre parole si tratta di stabilire se la consegna del titolo e, ove possibile, l'attuazione del vincolo sul medesimo siano necessarie per la stessa costituzione dell'usufrutto, anche con effetti limitati alle parti, oppure se siano richieste solo per opporre il vincolo ai terzi.

È evidente che, se si segue l'impostazione realistica, il vincolo non attuato sul titolo deve considerarsi inefficace non solo nei confronti dei terzi, ma anche *inter partes*, sia sul piano cartolare che su quello extracartolare⁷.

Nell'ottica consensualistica, invece, si possono assumere due diverse posizioni. Secondo alcuni la disposizione dell'art. 1997 c.c. andrebbe intesa con riguardo non tanto all'efficacia *inter partes* del vincolo, quanto piuttosto alla sua opponibilità nei confronti dei terzi successivi acquirenti del titolo in buona fede, il cui affidamento sarebbe esposto a gravissime delusioni se potesse essere loro opposto un vincolo non risultante dal titolo. In altre parole, il vincolo non attuato sul titolo ma costituito secondo le norme di diritto comune sorgerebbe, ma si estinguerrebbe qualora un terzo acquistasse il titolo, conseguendone il possesso in conformità alla legge di circolazione e in buona fede (cioè nell'ignoranza incolpevole circa l'esistenza del vincolo): costui infatti acquisterebbe il titolo libero da qualsivoglia peso che non risulti dal titolo stesso, in forza del principio ricavabile dall'art. 1153, comma 2, c.c. e valevole anche per i titoli di credito alla luce dell'art. 1994 c.c. L'attuazione sul titolo si renderebbe invece necessaria per la costitu-

sul titolo si trae dall'art. 1003, comma 1, 3° alinea, c.c., che parla per l'appunto di titoli nominativi «con il vincolo dell'usufrutto».

⁶ MARTORANO, *op. cit.*, p. 698; CALLEGARI, *I titoli di credito*, cit., p. 93.

zione del vincolo qualora il contratto costitutivo di tale vincolo sia un contratto reale, come il pegno, che come tale non produce alcun effetto, nemmeno *inter partes*, senza la consegna⁸.

Secondo altra dottrina invece il vincolo non attuato sul titolo, cioè non “cartolarizzato”, sarebbe un vincolo non solo inopponibile ai terzi acquirenti, ma anche inefficace *inter partes* sul piano cartolare, risultando efficace nei rapporti interni soltanto sul piano extracartolare. Questa dottrina fa leva sul tenore letterale dell’art. 1997 per sostenere che nessun effetto cartolare o extracartolare può prodursi senza la cartolarizzazione del vincolo. In quest’ottica il vincolo non attuato sul titolo sarebbe inopponibile non solo ai terzi acquirenti di buona fede, ma anche ai terzi acquirenti di mala fede (dovendosi dunque escludere l’applicazione del 2° comma dell’art. 1153 c.c., dal quale invece si ricava *a contrario* che al possessore di mala fede sono opponibili i diritti preesistenti sulla cosa)⁹. Inoltre il vincolo non cartolarizzato non potrebbe essere opposto neppure al debitore cartolare, al fine di ottenere la prestazione da parte sua o di inibire che essa venga effettuata a favore del titolare del diritto vincolato¹⁰.

Sul piano extracartolare, invece, seguendo questo orientamento dottrinale, il vincolo non cartolarizzato rimane pienamente efficace tra le parti. Da ciò discende che:

⁷ TEDESCHI, *Titoli di credito*, in *Dig. disc. priv. – sez. comm.*, XV, Torino 1998, p. 439; e, con riguardo alle azioni, sulla base del disposto dell’art. 3 r.d. n. 239 del 1942, POLI, *Il pegno di azioni*, cit., p. 234; MESSINEO, *op. cit.*, II, p. 281; CAVALLO BORGIA, *Le azioni e le obbligazioni*, cit., p. 109.

⁸ All’interno di questa corrente di pensiero, alcuni affermano che il vincolo non attuato sul titolo sarebbe efficace soltanto *inter partes* (PARTESOTTI, *Lezioni sui titoli di credito*, cit., p. 58 s.; CHIOMENTI, *Il titolo di credito*, cit., p. 476; PUGLIESE, *op. cit.*, p. 672 ss.), e nello stesso senso si pronuncia anche la giurisprudenza (Cass. 15 marzo 2001, n. 3747, con riferimento al sequestro conservativo; Cass. 4 settembre 1996, n. 8060; v. anche lo spunto offerto da Cass. 7 luglio 1993, n. 7394); altri invece assumono una posizione più articolata, sostenendo che il vincolo avrebbe efficacia anche nei confronti dei terzi, ma sarebbe destinato a soccombere di fronte all’acquisto del titolo compiuto da un terzo il quale ne abbia conseguito il possesso in base alla legge di circolazione e ignori l’esistenza del vincolo, cioè sia in buona fede (BRIOLINI, *I vincoli sui titoli di credito*, cit., p. 111 ss. e 161 ss.).

⁹ MARTORANO, *op. cit.*, p. 694 nota 5; lo stesso autore afferma che l’inopponibilità del vincolo al terzo acquirente di mala fede non costituirebbe un’anomalia nel sistema dei titoli di credito, poiché chi acquista la proprietà del documento acquista il diritto cartolare secondo il principio della letteralità (cioè con il contenuto che risulta dalla lettera del documento), e l’applicazione di tale principio non dipende dalla buona fede dell’acquirente. *Contra* LIBERTINI, *Osservazioni sul valore giuridico del «transfert»*, cit., p. 833 ss.

¹⁰ MARTORANO, *op. cit.*, p. 694 s.; CALLEGARI, *I titoli di credito*, cit., p. 91; ANGELICI, *op. cit.*, sub art. 2352, p. 218 ss., sostiene la tesi in esame argomentando che di un vero usufrutto sulla partecipazione azionaria può parlarsi solo se le relative facoltà sono direttamente esercitabili da parte del soggetto cui si vogliono attribuire, che ciò presuppone l’attuazione del vincolo sul titolo, e che dunque in mancanza di tale presupposto la vicenda si esaurisce sul piano diverso dell’assunzione di un obbligo da parte del “proprietario”; cfr. anche OPPO, *op. cit.*, p. 4; in giurisprudenza v. Cass. 23 luglio 1996, n. 6596 sul pegno;

a) l'usufruttuario può provare all'emittente la vicenda extracartolare che ha dato origine al suo diritto e in tal modo può far valere nei confronti di questi le facoltà che gli spettano (riscossione degli interessi, concorso alla riscossione del capitale, esercizio del diritto di voto, concorso nell'esercizio dei diritti amministrativi diversi dal voto, ecc.), rimanendo però esposto a tutte le eccezioni opponibili al nudo proprietario del titolo, perché non opera il regime di letteralità di cui all'art. 1993 c.c.;

b) l'usufruttuario può chiedere al nudo proprietario la restituzione degli interessi che questi abbia indebitamente ricevuto;

c) il debitore può, e anzi se dispone di prove liquide deve (altrimenti non sarebbe liberato *ex art.* 1992, comma 2, c.c.), opporre al possessore del titolo l'esistenza dell'usufrutto che limita le sue prerogative, ancorché essa non risulti dal titolo¹¹.

Al fine di assumere una posizione rispetto alle tre tesi illustrate, non si può trascurare la lettera dell'art. 2024, comma 1, c.c., il quale dispone che «Nessun vincolo sul titolo produce effetti nei confronti dell'emittente e dei terzi, se non risulta da una corrispondente annotazione sul titolo e nel registro». La specificazione «nei confronti dell'emittente e dei terzi» non può avere altro significato che quello di stabilire che, in mancanza della prescritta annotazione, il vincolo è comunque efficace *inter partes*: se si sostenesse il contrario, non si comprenderebbe il senso della predetta specificazione, che risulterebbe del tutto superflua.

Apparentemente potrebbe sembrare possibile invocare, in senso opposto, l'art. 3, comma 1, r.d. n. 239 del 1942, il quale dispone che «I vincoli reali sui titoli azionari si costituiscono mediante annotazione, a cura della società emittente, sul titolo e nel libro dei soci». La dottrina infatti ha rilevato che tale disposizione, se interpretata alla lettera, da un lato sembra stabilire che l'annotazione sul titolo è necessaria anche per la costituzione del vincolo *inter partes*, in deroga al diritto comune che per la costituzione di un usufrutto richiede il mero consenso, dall'altro lato pare applicarsi ai soli vincoli reali, cioè consistenti in un diritto reale limitato (usufrutto e pegno), mentre per il sequestro e il pignoramento si applicherebbe il 3° comma dello stesso articolo, che richiede il semplice spossessamento del debitore, e per gli altri vincoli di diversa natura varrebbe la di-

Cass. 7 aprile 1990, n. 2917 sul pignoramento; Cass. 10 maggio 1982, n. 2890 sul sequestro conservativo; App. Milano 19 luglio 1988, in *Banca, borsa e tit. cred.* 1989, II, p. 325 sul pegno.

¹¹ Cfr. MARTORANO, *op. cit.*, p. 696 s.

sciplina dell'art. 2024 c.c. Tuttavia è sembrata preferibile un'interpretazione della citata disposizione meno ancorata al dato letterale e più legata a quello sistematico, che ravvisa in essa una sostanziale corrispondenza con il contenuto dell'art. 2024 c.c.¹².

Si può concludere pertanto che l'annotazione dell'usufrutto sul titolo è necessaria unicamente ai fini dell'efficacia della costituzione dell'usufrutto nei confronti dei terzi, ma non anche ai fini dell'efficacia *inter partes*.

Possiamo aggiungere che detta annotazione, accompagnata dall'attribuzione del possesso del titolo all'usufruttuario, consente a quest'ultimo di acquistare il diritto di usufrutto anche nell'ipotesi in cui il costituente non fosse legittimato a disporre del titolo (*non dominus*), dovendosi in tal caso applicare analogicamente il 3° comma dell'art. 1153, stante il silenzio dell'art. 1994 sul punto¹³.

1.2. LA CONSEGNA DEI TITOLI.

Il possesso dei titoli gravati da usufrutto spetta all'usufruttuario. Se si seguisse l'impostazione realista, il trasferimento del possesso dei titoli all'usufruttuario sarebbe addirittura necessario per la stessa costituzione dell'usufrutto, di talché, se i titoli non fossero consegnati, l'usufrutto non sorgerebbe neppure. Ma anche se si segue, come appare preferibile, l'orientamento consensualista, il nudo proprietario è tenuto a consegnare i titoli all'usufruttuario, in virtù dell'art. 982 c.c., che abbiamo già avuto occasione di citare. Tale articolo dispone infatti, in via generale (cioè indipendentemente dalla natura del bene che forma oggetto di usufrutto), che l'usufruttuario «ha il diritto di conseguire il possesso della cosa di cui ha l'usufrutto».

La *ratio* della disposizione è quella di consentire all'usufruttuario di godere del bene che costituisce oggetto del suo diritto. Se tale bene è una cosa materiale, l'usufruttuario ha bisogno di disporne materialmente per poterla usare e per poterne percepire i frutti. Se il bene gravato è un titolo di credito, invece, l'usufruttuario ha bisogno del possesso in conformità alla legge di circolazione, ai sensi dell'art. 1992 c.c.¹⁴, per-

¹² MARTORANO, *op. cit.*, p. 698 nota 11.

¹³ GABRIELLI, *Il pegno*, cit., p. 189.

¹⁴ Secondo una dottrina risalente l'art. 1992, quando afferma che è legittimato all'esercizio della pretesa cartolare il «possessore» del titolo, farebbe riferimento al possessore in senso giuridico, indipendentemente dal fatto che abbia o non abbia la materiale disponibilità del titolo (PELLIZZI, *Esercizio del diritto cartolare e «legittimazione attiva»*, in *R. d. civ.* 1957, I, p. 518 ss.); questa tesi però contrasta con la lettera della disposizione, che attribuisce al possessore il diritto alla prestazione «verso presentazione del titolo»,

ché tale possesso è sia necessario¹⁵ che sufficiente per esercitare i diritti incorporati nel titolo.

La disposizione dell'art. 982 c.c. può essere intesa in due modi: o nel senso che con la costituzione dell'usufrutto l'usufruttuario acquista il diritto di ottenere il possesso, del quale rimane privo finché il nudo proprietario provvede alla consegna¹⁶, oppure nel senso che con la costituzione dell'usufrutto sorge automaticamente un possesso *solo animo*, secondo un meccanismo simile al *constitutum possessorium*, e che l'usufruttuario ha diritto di ottenere il *corpus*, cioè la disponibilità materiale della cosa. Per seguire quest'ultima interpretazione si deve ritenere evidentemente che l'art. 982 usi il termine possesso in modo improprio, riferendosi piuttosto alla mera disponibilità materiale del bene.

Un problema analogo si pone relativamente alla situazione in cui il venditore non abbia consegnato la cosa all'acquirente e nel contratto non sia previsto nulla in merito al passaggio del possesso: infatti è controverso al riguardo se debba essere ravvisato un costituito possessorio implicito, perché la manifestazione della volontà di alienare denoterebbe la volontà del venditore di trasferire il possesso mantenendo la detenzione, in nome e per conto dell'acquirente, fino al momento della consegna, oppure se sia necessario indagare caso per caso, secondo il comportamento delle parti e le clausole contrattuali che non siano di mero stile, se la continuazione, da parte del venditore, dell'esercizio del potere di fatto sulla cosa sia accompagnata dall'*animus rem sibi habendi* oppure configuri una mera detenzione *nomine alieno*¹⁷.

per cui appare indubitabile che per ottenere la prestazione il titolo debba essere materialmente esibito al debitore.

Altri ha sostenuto all'opposto che il riferimento al possesso dovrebbe intendersi come relativo alla mera disponibilità materiale del titolo (SACCO, *L'ammortamento dei titoli di credito all'ordine*, Milano 1950, p. 22; FIORENTINO, *La «consegna» nell'alienazione dei titoli di credito*, in *Banca, borsa e tit. cred.* 1948, I, p. 131 ss.; PELLIZZI, *op. ult. cit.*, p. 522 ss.). Contro questa tesi si è osservato però che la circostanza che un soggetto abbia la disponibilità materiale del titolo senza averne il possesso è sufficiente ad attribuire a costui la legittimazione attiva solo se si tratta di titoli c.d. a legittimazione indeterminata, mentre per gli altri titoli la mera disponibilità materiale non basta, e si è concluso pertanto che l'art. 1992 fa riferimento al possesso corredato sia dal *corpus* che dall'*animus* (MARTORANO, *op. cit.*, p. 188 s.).

¹⁵ Tuttavia per una parte della dottrina il possesso del titolo non è sempre necessario per esercitare i diritti incorporati: v. SPADA, *op. cit.*, p. 48 ss.; *contra* MARTORANO, *op. cit.*, p. 178 ss. Cfr. PUIG PEÑA, *op. cit.*, p. 493.

¹⁶ PUGLIESE, *op. cit.*, p. 251.

¹⁷ Nel primo senso RUBINO, *La compravendita*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, 2^a ediz., Milano 1962, p. 467 ss.; LUZZATTO, *La compravendita*, Milano 1961, ed. postuma a cura di Persico, p. 282 s.; Cass. 6 ottobre 1978, n. 4463, in *Rep. F. it.* 1978, voce *Vendita*, n. 11; Cass. 16 marzo 1984, n. 1808; nel secondo senso invece Cass. 15 febbraio 1996, n. 1156; Cass. 21 dicembre 1993, n. 12621; Cass. 16 dicembre 1983, n.

Il dibattito sorto a proposito del trasferimento del possesso nella vendita, del quale abbiamo appena esposto i termini essenziali, offre gli elementi necessari per interpretare correttamente l'art. 982 c.c. Tale disposizione ha indubbiamente lo scopo di stabilire che l'usufruttuario ha diritto di conseguire e mantenere il possesso (c.d. *ius possidendi*) in modo pieno, acquistando la disponibilità materiale del bene che gli è indispensabile per esercitare il suo diritto e godere del bene. Quanto poi all'interrogativo se, con la costituzione dell'usufrutto, l'usufruttuario consegua automaticamente il possesso *solo animo*, oppure il possesso rimanga al nudo proprietario fintantoché questi non provvede alla consegna, non sembra che si possa fornire una risposta dotata di validità generale. Sembra necessario piuttosto verificare caso per caso quale sia lo stato soggettivo con il quale il nudo proprietario conserva il bene dopo la costituzione dell'usufrutto: se lo conserva con l'*animus rem sibi habendi* l'usufruttuario non acquista il possesso, se invece lo conserva con l'*animus detinendi* l'usufruttuario acquista il possesso *solo animo*.

1.3. L'ESECUZIONE DELLE ALTRE FORMALITÀ PREVISTE DALLA LEGGE DI CIRCOLAZIONE DEL TITOLO.

Nel paragrafo precedente abbiamo messo in luce che, qualora sui titoli sia costituito un usufrutto, l'usufruttuario ha diritto di avere il possesso degli stessi, qualunque sia la loro specie. È necessario precisare ora che l'obbligo del nudo proprietario non si esaurisce nell'attribuire all'usufruttuario il possesso dei titoli, ma consiste in un più ampio impegno di investitura, che esige il compimento di tutti gli atti che sono necessari per consentire all'usufruttuario di godere del bene, e che implica, se il bene è un titolo di credito, l'obbligo di eseguire le formalità prescritte dal regime di circolazione, cioè l'"attuazione" dell'usufrutto sul titolo *ex art. 1997*¹⁸.

Nel caso di titoli al portatore l'usufruttuario ha diritto alla mera consegna, essendo questa sufficiente ad attribuirgli la legittimazione cartolare e dunque a consentirgli di esercitare i diritti incorporati. Nel caso di titoli all'ordine invece l'usufruttuario ha drit-

7419; v. anche Cass. 4 marzo 1993, n. 2660; in dottrina DEIANA, *Sulla natura del possesso dell'alienante*, nota a Cass. 26 maggio 1947, n. 814, in *F. it.* 1947, I, c. 711 ss.; BIANCA, *La vendita e la permuta*, 1, in *Tratt. Vassalli*, 2^a ediz., Torino 1993, p. 403.

¹⁸ Di impegno di investitura parla la dottrina con riguardo all'obbligo che il venditore assume nei confronti del compratore (BIANCA, *La vendita e la permuta*, 1, cit., p. 402).

to, oltre che alla consegna del titolo, anche all'apposizione sul medesimo di una girata piena in suo favore. Nel caso di titoli nominativi infine ha diritto alla consegna del titolo e all'annotazione dell'usufrutto sul titolo medesimo e nel registro dell'emittente.

Per la soddisfazione di queste pretese (alla consegna e all'adempimento delle altre formalità prescritte dalla legge di circolazione) l'usufruttuario ha a disposizione un'*actio in rem*, che può esperire nei confronti di qualunque successivo proprietario dei titoli, salva l'applicazione dell'art. 1994 c.c. in favore dell'acquirente in buona fede.

Eseguita la consegna ed espletate le formalità succitate, l'usufruttuario ha la disponibilità materiale dei titoli e il possesso dei medesimi *uti usufructuarius*, mentre il proprietario dei titoli ha il possesso degli stessi *uti dominus*, anche se *solo animo*.

Il diritto dell'usufruttuario ad ottenere la consegna dei titoli e l'adempimento delle altre formalità prescritte dalla legge di circolazione è però sospeso fintantoché egli non provveda a redigere l'inventario e a prestare un'idonea garanzia, come prescrive l'art. 1002 c.c.

1.4. LA RILEVANZA DELL'ATTRIBUZIONE DEL POSSESSO ALL'USUFRUTTUARIO.

L'acquisto del possesso, qualora non lo si reputi addirittura indispensabile per la costituzione del diritto, come ritengono i sostenitori della tesi anticonsensualistica, riveste una notevole importanza per l'usufruttuario, perché gli garantisce l'opponibilità del proprio diritto ai terzi. Infatti la circolazione dei titoli di credito segue un regime analogo a quello dei beni mobili, in virtù del quale, nel conflitto tra più usufruttuari aventi causa dal medesimo nudo proprietario, acquista il diritto colui che per primo consegue il possesso dei titoli, purché egli, se il suo acquisto è successivo, sia in buona fede, cioè ignori la precedente costituzione dell'usufrutto sullo stesso titolo¹⁹. Analogamente deve risolversi anche il conflitto tra l'usufruttuario e il terzo cui il nudo proprietario alieni la piena proprietà del titolo dopo la costituzione dell'usufrutto. Dunque l'usufruttuario, fintantoché non ottiene il possesso dei titoli, corre il rischio che il nudo proprietario li alieni a un terzo o vi costituisca un usufrutto a favore di un terzo, al quale egli non potrà in alcun modo opporre l'esistenza del suo diritto.

Inoltre l'usufruttuario, se ha il possesso dei titoli, può opporre il proprio diritto

¹⁹ FIORENTINO, *Dei titoli di credito*, cit., *sub* art. 2003, p. 137 e *sub* art. 2022, p. 238 s.; SPADA, *op. cit.*, p. 46.

sia ai creditori del costituente che intendano procedere al pignoramento dei titoli stessi, cosa che senza il possesso potrebbe fare solo se la costituzione dell'usufrutto risulta da atto di data certa anteriore al pignoramento, ai sensi dell'art. 2914, n. 4, c.c.²⁰, sia ai creditori concorsuali del costituente, cosa che senza il possesso non può fare, nemmeno se l'atto costitutivo ha data certa anteriore alla dichiarazione di fallimento (cfr. art. 45 l. fall.)²¹.

2. La costituzione dell'usufrutto in relazione al regime di circolazione dei titoli. Considerazioni introduttive.

Abbiamo chiarito che l'usufruttuario ha il diritto di conseguire la legittimazione all'esercizio dei diritti incorporati nei titoli, e che correlativamente il nudo proprietario ha l'obbligo di investirlo di tale legittimazione consegnandogli i titoli e provvedendo all'adempimento delle formalità prescritte dalla legge di circolazione per l'attuazione dell'usufrutto su di essi. È necessario ora esaminare nel dettaglio quali sono le differenti modalità con le quali deve essere adempiuto siffatto obbligo di investitura per i titoli al portatore, all'ordine, nominativi e per quelli immessi in un sistema di deposito accentrato o dematerializzati.

Prima di addentrarsi in questa analisi è utile mettere in luce quale sia il regime di circolazione dei titoli di credito che si prestano maggiormente a costituire oggetto di usufrutto.

In precedenza abbiamo evidenziato che i titoli che si prestano maggiormente a costituire oggetto di usufrutto sono i titoli di debito inerenti a un rapporto di finanziamento (titoli del debito pubblico, obbligazioni, strumenti finanziari equiparati alle obbligazioni dall'art. 2411, comma 3, c.c., strumenti finanziari di partecipazione a uno specifico affare), le azioni, nonché gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, comma 6, c.c. di cui lo statuto o l'assemblea straordinaria non sanciscano l'intrasferibilità, compresi quelli emessi a favore dei dipendenti (salvo che si acceda alla tesi contraria alla negoziabilità di questi ultimi).

I titoli predetti possono essere emessi a favore di un solo soggetto o a favore di pochi soggetti determinati, ma non di rado sono destinati ad essere collocati presso la

²⁰ SPADA, *op. cit.*, p. 46.

massa dei risparmiatori, e in considerazione di ciò vengono chiamati per l'appunto titoli di massa. In quest'ultimo caso i titoli solitamente sono al portatore o nominativi, perché solo queste due tipologie sono in grado di soddisfare le esigenze di una grande operazione di finanziamento o di investimento, mentre i titoli all'ordine hanno l'inconveniente di non consentire l'individuazione del destinatario della pretesa *medio tempore*, cioè prima che questi si presenti per l'esazione²².

Fatta questa premessa di carattere generale, si osserva nel dettaglio che i titoli del debito pubblico possono essere al portatore o nominativi, e lo stesso vale per le obbligazioni (art. 2412, co. 1, c.c.), mentre le azioni sono di regola nominative (art. 1, comma 1, R.D. n. 329 del 1942), tranne le azioni di Sicav (art. 45, comma 4, t.u.f.) e le azioni di risparmio (art. 145, comma 3, t.u.f.) che possono anche circolare al portatore. Quanto poi agli strumenti finanziari previsti dal codice, poiché la legge rimette allo stato la determinazione del regime di circolazione, si ritiene che possano essere nominativi, al portatore e probabilmente anche all'ordine, fermo restando che la società può e talora (come vedremo) deve emetterli in forma dematerializzata²³.

3. La costituzione dell'usufrutto su titoli al portatore.

Nei titoli al portatore il vincolo dell'usufrutto non può risultare dal titolo: pertanto il nudo proprietario ha solo l'obbligo di consegnare i titoli all'usufruttuario e non è tenuto ad eseguire alcun adempimento ulteriore.

Per effetto di tale consegna, e del conseguente acquisto del possesso dei titoli da parte dell'usufruttuario, quest'ultimo acquista la legittimazione all'esercizio di tutte le pretese cartolari *ex art. 2003, comma 2, c.c.*²⁴. In questo modo si viene a verificare una

²¹ SPADA, *op. cit.*, p. 46.

²² LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., p. 110 s.

²³ MAGLIULO, *op. cit.*, p. 68 s.

²⁴ La legittimazione all'esercizio dei diritti cartolari che fa capo al possessore qualificato dalla legge di circolazione del titolo, ai sensi dell'art. 1992 c.c., è stata autorevolmente giustificata ravvisando in capo al predetto possessore una presunzione di proprietà del titolo e dunque di titolarità del credito, presunzione che è volta a tutelare l'affidamento del debitore (PARTESOTTI, *Lezioni sui titoli di credito*, cit., p. 49; OPPO, *Titoli di credito*, cit., p. 2). Alcuni autori ritengono che la legittimazione riposi su una presunzione di titolarità nel senso che è possibile far valere il diritto dimostrando che si è titolari dello stesso, anche se non si ha il possesso del documento: in tal modo il possesso sarebbe sì sufficiente all'esercizio del diritto, in forza della citata presunzione, ma non anche necessario, potendo il diritto essere esercitato dimostrando in altro modo (cioè senza la detta presunzione) la titolarità del diritto (SPADA, *op. cit.*, p. 48 ss.; PELLIZZI, *Studi sui titoli di credito*, Padova 1960, p. 38 ss.; PAVONE LA ROSA, *La cambiale*, cit., p. 70 ss.). V'è tuttavia chi ricostruisce la regola sulla legittimazione attiva e passiva di cui all'art. 1992 in altro modo, e

situazione per cui l'usufruttuario appare all'esterno, nei confronti del debitore cartolare e di tutti i terzi, come se fosse proprietario del titolo e dunque titolare di tutti i diritti incorporati, mentre il nudo proprietario appare, nei confronti dei medesimi soggetti, privo di qualsivoglia diritto sul titolo e diritto dal titolo. La reale situazione risulta solo dal sottostante negozio costitutivo dell'usufrutto, la cui esistenza può essere provata con ogni mezzo, giacché per la stipulazione di tale negozio non è prescritta l'adozione di alcuna particolare forma *ad substantiam*, e pertanto non trovano applicazione i limiti alla prova testimoniale previsti dal combinato disposto degli artt. 2725 e 2724 c.c.

La situazione descritta genera numerosi inconvenienti per il nudo proprietario.

Innanzitutto il nudo proprietario corre il rischio che l'usufruttuario, pur non essendovi legittimato, alieni la piena proprietà dei titoli a un terzo di buona fede che conseguiva il possesso. Se si concretizza questo rischio trova applicazione l'art. 1994 c.c., che, al di là di alcune lievi difformità nella formulazione, pone una disciplina identica a quella dettata dall'art. 1153 c.c. per l'acquisto *a non domino* di beni mobili²⁵. In virtù di tale disposizione, il terzo che acquista dall'usufruttuario la piena proprietà dei titoli diventa titolare del diritto nonostante il difetto di legittimazione del suo dante causa, e conseguentemente il diritto del precedente nudo proprietario si estingue. V'è da osservare peraltro che il rischio per il nudo proprietario di perdere la proprietà a causa dell'acquisto di un terzo compiuto in virtù del possesso vale titolo, non è proprio soltanto dell'usufrutto di titoli di credito, ma è comune all'usufrutto di beni mobili²⁶.

In secondo luogo il nudo proprietario di titoli al portatore trova una difficoltà *de facto* nel reperire potenziali acquirenti del proprio diritto, dovuta alla circostanza che il terzo, acquistando la nuda proprietà dei titoli, non sarebbe sicuro del suo acquisto perché non potrebbe ottenere il possesso. Il terzo, infatti, da un lato potrebbe temere che il proprio dante causa abbia già alienato in precedenza la nuda proprietà a terzi, che sarebbero destinati ad essergli preferiti in virtù del criterio *prior in tempore, potior in iure*, dall'altro rimarrebbe esposto al rischio che terzi, attraverso un acquisto

cioè non come una presunzione di titolarità del credito in capo al possessore, ma come una tutela del possesso del titolo, tutela che come tale non richiede la dimostrazione dell'effettiva titolarità del credito, ma che cede se colui contro il quale la tutela è fatta valere – cioè nel nostro caso il debitore – dimostra che il possessore non ha la titolarità del diritto (MARTORANO, *op. cit.*, p. 172 ss.; MESSINEO, *op. cit.*, I, p. 26 ss.).

²⁵ PARTESOTTI, *Lezioni sui titoli di credito*, cit., p. 54; MARTORANO, *op. cit.*, p. 496 ss.; MENGONI, *op. cit.*, p. 50; SPADA, *op. cit.*, p. 30; STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, p. 96 ss.

dall'usufruttuario *non dominus*, acquistino a titolo originario la piena proprietà del bene ex art. 1994 c.c. Si osservi poi che, se si accede alla tesi anticonsensualistica sopra ricordata, questa difficoltà pratica di alienare la nuda proprietà dei titoli si tramuta in una vera e propria impossibilità giuridica, perché in quest'ottica il nudo proprietario, non potendo trasferire il possesso dei titoli, non può trasferire nemmeno il proprio diritto sugli stessi.

In terzo luogo il possesso dei titoli consente all'usufruttuario di acquistare la piena legittimazione cartolare all'esercizio di tutti i diritti incorporati nel titolo, mentre sul piano sostanziale egli è titolare soltanto di alcuni di essi, come abbiamo messo in luce nella sezione precedente. Così per quanto riguarda i diritti patrimoniali l'usufruttuario ha diritto a percepire gli interessi del credito incorporato nel titolo ma non il capitale, che invece deve essere riscosso congiuntamente con il nudo proprietario e poi reinvestito, come dispone l'art. 1000 c.c.; per quanto riguarda i diritti amministrativi l'usufruttuario è l'unico titolare del diritto di voto (salvo che sia diversamente pattuito), ma gli altri diritti amministrativi spettano anche all'usufruttuario; infine i diritti patrimoniali-amministrativi quali l'opzione e il recesso spettano al nudo proprietario.

Si verifica dunque una discrepanza tra la titolarità dei diritti incorporati nel titolo, che è ripartita tra usufruttuario e nudo proprietario nel modo che abbiamo illustrato, e la legittimazione cartolare all'esercizio degli stessi, che spetta in modo pieno all'usufruttuario.

Da ciò consegue in particolare che il debitore è liberato se esegue il pagamento del capitale nelle mani del solo usufruttuario, senza dolo o colpa grave (art. 1992, comma 2, c.c.)²⁷.

Il nudo proprietario dei titoli al portatore, per evitare che il debitore si liberi pagando il capitale all'usufruttuario, ha l'onere di rendere nota al debitore la costituzione del diritto reale, o, in assenza di una comunicazione in tal senso, l'onere – più gravoso – di dimostrare *ex post* che la società ne era comunque a conoscenza ovvero la ignorava per colpa grave. Quanto alla comunicazione dell'avvenuta costituzione dell'usufrutto sui titoli, essa non può consistere in una mera dichiarazione, ma deve essere accompagnata da una prova liquida (cioè certa) della sua veridicità, quale ad esempio l'atto di

²⁶ Come sottolinea giustamente PUGLIESE, *op. cit.*, p. 675.

²⁷ Su tale problema v. anche MESSINEO, *op. cit.*, II, p. 282 e 293 ss.

costituzione dell'usufrutto, un accertamento giudiziale, una dichiarazione del nudo proprietario²⁸. Se il debitore paga il capitale all'usufruttuario essendo consapevole del difetto di titolarità di quest'ultimo, ovvero ignorando tale circostanza per colpa grave, allora il nudo proprietario può pretendere la rinnovazione del pagamento nelle mani sue e dell'usufruttuario congiuntamente (v. cap. I, sez. II, par. 3.3).

Qualora il debitore non avesse ricevuto alcuna comunicazione della costituzione dell'usufrutto, ma fosse comunque a conoscenza di essa, potrebbe essere interessato a far valere la dissociazione tra legittimazione cartolare e titolarità, al fine di opporre all'usufruttuario possessore le eccezioni relative ai suoi rapporti con l'effettivo titolare²⁹, che altrimenti non potrebbe opporre ai sensi dell'art. 1993.

Naturalmente il nudo proprietario potrebbe chiedere all'usufruttuario il risarcimento dei danni che abbia subito in conseguenza dell'esercizio da parte di costui di diritti cartolari di cui non era titolare³⁰.

Dunque l'attribuzione del possesso dei titoli all'usufruttuario, nel caso di titoli al portatore, espone il nudo proprietario al rischio di abusi da parte del primo, che possono consistere o nell'illegittima alienazione della piena proprietà del titolo, o nell'altrettanto illegittimo esercizio di diritti di cui l'usufruttuario non è titolare.

L'esistenza di questo rischio dovrebbe indurre il proprietario dei titoli al portatore ad essere cauto prima di costituire su di essi un usufrutto. Ciò non vuol dire però che un'operazione siffatta sia sempre sconsigliabile per costui. V'è infatti uno strumento che consente di tutelare adeguatamente il nudo proprietario contro il rischio dei due prospettati abusi dell'usufruttuario, o quantomeno di attenuare in maniera significativa tale rischio: si tratta della «idonea garanzia» che l'usufruttuario è tenuto a prestare ai sensi dell'art. 1002, 3° comma.

Al fine di valutare se la garanzia imposta dalla disposizione citata sia effettivamente idonea, si ritiene che si debba tenere conto della prevedibile entità del danno che può derivare al nudo proprietario dall'inadempimento degli obblighi che gravano sull'usufruttuario³¹ e dagli eventuali abusi perpetrati dallo stesso³². Alla luce di ciò rite-

²⁸ In questo senso, con riguardo alla notificazione della cessione del credito dal cessionario al ceduto, BIANCA, *L'obbligazione*, cit., p. 605; v. anche PARTESOTTI, *Lezioni sui titoli di credito*, cit., p. 51.

²⁹ Cfr. OPPO, *op. cit.*, p. 8.

³⁰ MESSINEO, *op. cit.*, II, p. 294, a proposito dell'illegittima riscossione da parte del creditore pignoratorio.

³¹ BIANCA, *La proprietà*, cit., p. 608 s.

niamo che possa reputarsi idonea, per l'usufrutto su titoli al portatore, la garanzia che consente al nudo proprietario: a) di ottenere alla cessazione dell'usufrutto l'immediata corresponsione del valore dei titoli, nell'eventualità in cui l'usufruttuario non li restituisca in natura perché nel frattempo li ha alienati a un terzo³³; b) di ottenere l'immediata corresponsione di una somma pari al capitale del credito cartolare, nell'eventualità in cui alla scadenza di tale credito l'usufruttuario provveda da solo alla riscossione del capitale e lo faccia proprio sottraendolo al nudo proprietario. La prestazione di una garanzia siffatta tutela il nudo proprietario avverso il rischio che l'usufruttuario alieni i titoli a un terzo di buona fede o faccia proprio il capitale; essa consente inoltre al nudo proprietario di fare circolare con maggiore facilità la nuda proprietà dei titoli, perché chi acquista la stessa acquista anche la garanzia prestata dall'usufruttuario, che si trasferisce dall'originario nudo proprietario al nuovo, in applicazione dell'art. 1263, comma 1, c.c.³⁴.

La garanzia di cui all'art. 1002, 3° comma, può essere costituita ad esempio da una fideiussione a prima richiesta o da un deposito cauzionale costituito a favore del nudo proprietario, ma sembrano possibili, quantomeno in astratto, anche il pegno e l'ipoteca³⁵, in forza del generale disposto dell'art. 1179 c.c. Tale articolo infatti non può che trovare applicazione per tutte le obbligazioni che hanno ad oggetto la prestazione di fornire una garanzia, siano esse di fonte convenzionale o legale³⁶, e dunque si applica anche all'obbligo legale di prestare la garanzia che l'art. 1002 impone all'usufruttuario nei confronti del nudo proprietario³⁷.

Nel caso in cui l'usufrutto abbia fonte in un contratto, può risultare oltremodo opportuno che il tipo e l'ammontare della garanzia che l'usufruttuario è tenuto a prestare siano specificati dalle parti nel contratto stesso. Con tale specificazione infatti si evita il rischio che sorga tra le parti una controversia su quale garanzia possa reputarsi idonea

³² DE CRISTOFARO, in *Comm. Cian-Trabucchi*, 8^a ediz., Padova 2007, *sub* art. 1002, p. 958.

³³ È stato osservato in dottrina che i beni mobili richiedono una garanzia maggiore rispetto agli immobili, sia perché l'usufruttuario è in grado di farne acquistare la proprietà a un terzo di buona fede, mentre ciò non può accadere per gli immobili, sia perché le cose mobili sono suscettibili di completa distruzione o perdita, mentre gli immobili possono essere solo deteriorati, e per di più con una lentezza che consente al nudo proprietario di intervenire per fare cessare coi mezzi di cui all'art. 1015 c.c. (PUGLIESE, *op. cit.*, p. 430; DE MARTINO, *op. cit.*, *sub* art. 1002, p. 284; VENEZIAN, *op. cit.*, II, p. 56).

³⁴ PUGLIESE, *op. cit.*, p. 434.

³⁵ PUGLIESE, *op. cit.*, p. 428 s.

³⁶ V. per tutti DI MAJO, *Dell'adempimento in generale*, *cit.*, *sub* art. 1179, p. 39 ss.

³⁷ PUGLIESE, *op. cit.*, p. 401 ss.

e che su tale questione sia chiamata a pronunciarsi l'autorità giudiziaria.

Qualora poi la garanzia, originariamente giudicata idonea dalle parti o dal giudice, divenga insufficiente, l'usufruttuario sarà tenuto a fornire un supplemento di garanzia ovvero a prestarne una nuova³⁸.

Occorre ricordare però che la legge prevede all'art. 1002, 3° comma, terza proposizione, una dispensa dalla garanzia per il venditore e per il donante con riserva di usufrutto³⁹, e che anche al di fuori di queste due ipotesi tale dispensa può comunque essere stabilita convenzionalmente dalle parti. In presenza di una dispensa (legale o convenzionale) dalla garanzia, l'art. 1015 stabilisce che il giudice, a fronte di un abuso dell'usufruttuario, può optare tra gli altri rimedi anche per l'adozione di un provvedimento che revochi la dispensa e che pertanto imponga all'usufruttuario di prestare una garanzia. Ci sembra però che difficilmente, nel caso di usufrutto su titoli al portatore, il provvedimento di revoca della dispensa dalla garanzia può fornire una risposta adeguata agli abusi dell'usufruttuario. Considerato infatti che i possibili abusi dell'usufruttuario di titoli al portatore consistono essenzialmente nell'alienazione dei titoli e nella riscossione e sottrazione del capitale, un provvedimento che, a fronte di tali abusi, si limiti ad ordinare all'usufruttuario di prestare la garanzia dalla quale era dispensato, sarebbe privo di senso prima ancora che inadeguato: una garanzia ha un significato solo in quanto possa almeno in astratto salvaguardare il garantito per il futuro da possibili illeciti della controparte, ma allorquando non si prospetta nessun pericolo di un futuro illecito né di un aggravamento dello stesso, perché l'illecito si è già consumato nella sua massima gravità, una garanzia appare del tutto inutile. Pertanto gli abusi che può commettere un usufruttuario di titoli al portatore sembrano poter essere fronteggiati in modo congruo soltanto con il più grave dei rimedi previsti dall'art. 1015, cioè con un provvedimento che sancisca la decadenza dell'usufruttuario dal suo diritto.

Nonostante la legge, nelle ipotesi di vendita o donazione con riserva di usufrutto, esoneri l'usufruttuario dal prestare la garanzia, in astratto è possibile che le parti ne prevedano ugualmente la prestazione. Una pattuizione in questo senso è fortemente raccomandabile in caso di vendita, mentre è assai improbabile in caso di donazione. Per con-

³⁸ PUGLIESE, *op. cit.*, p. 431.

³⁹ La *ratio* di questa dispensa risiede nel fatto che sarebbe ingiustificata la pretesa del compratore o del donatario di ottenere una garanzia da chi, rispetto a lui, è soltanto un dante causa (PUGLIESE, *op. cit.*, p. 436).

vincersene si può pensare all'ipotesi, tra le più frequenti, in cui i genitori donano ai figli i titoli riservando a sé l'usufrutto: in una tale ipotesi non è pensabile che il donatario, che riceve *donandi causa* la nuda proprietà dei titoli, pretenda dal donante la prestazione di una garanzia contro eventuali abusi. Se poi si considera che normalmente nella prassi la donazione con riserva di usufrutto si verifica nell'ambito di rapporti familiari, l'inverosimiglianza della pattuizione di un obbligo di garanzia a carico del donatario risulta ancora più evidente: in queste ipotesi la fiducia delle parti in un corretto svolgimento del rapporto tra usufruttuario-donante da un lato e nudo proprietario-donatario dall'altro è destinata a riposare sull'*affectio* reciproca piuttosto che su vincoli formali di carattere giuridico.

Qualora l'usufruttuario sia tenuto alla prestazione della garanzia, in forza dell'art. 1002, comma 3, c.c., o in forza di un'apposita pattuizione intervenuta tra le parti, ma non adempia a tale obbligo, non potrà conseguire il possesso dei titoli, ai sensi del 4° comma dello stesso articolo. Questo basta a mettere al sicuro il nudo proprietario dal rischio che l'usufruttuario commetta gli abusi che abbiamo sopra descritto.

Tuttavia la ritenzione del bene da parte del nudo proprietario ha un carattere meramente transitorio e prodromico rispetto alla vera sanzione per la mancata prestazione della garanzia, costituita dall'adozione dei provvedimenti di cui all'art. 1003, 1° comma, 3° alinea, c.c.⁴⁰. Tale disposizione prevede che, se l'usufruttuario non presta la garanzia a cui è tenuto, i titoli al portatore si convertono in nominativi a favore del proprietario col vincolo dell'usufrutto (per i titoli nominativi, infatti, gli inconvenienti sopra descritti non si verificano, come diremo), oppure vengono sottratti alla disponibilità dell'usufruttuario e depositati presso un terzo: la prima misura toglie all'usufruttuario la legittimazione all'esercizio di diritti cartolari che non gli competono, la seconda lo priva completamente della legittimazione ad esercitare qualsivoglia diritto. La disposizione citata si riferisce all'eventualità in cui l'usufruttuario non presti la garanzia «cui è tenuto», riferendosi evidentemente alla garanzia prescritta dall'articolo precedente: ci pare però che non sussistano ostacoli che impediscano di applicare la medesima disposizione anche nell'eventualità in cui l'usufruttuario non presti la garanzia cui è tenuto in virtù di un obbligo pattizio, assunto nei confronti del nudo proprietario nonostante ricorresse un'ipotesi di esenzione dall'obbligo di garanzia previsto dalla legge.

Merita di essere osservato che dall'art. 1003, 1° comma, 3° alinea, c.c., che abbiamo appena esaminato, si può trarre indirettamente una conferma del fatto che la costituzione di un usufrutto su titoli al portatore è particolarmente rischiosa per l'usufruttuario.

4. La costituzione dell'usufrutto su titoli all'ordine.

L'usufrutto di titoli all'ordine riveste un minore rilievo pratico, perché i titoli che si prestano maggiormente a costituire oggetto di usufrutto, cioè quelli di durata (v. *supra* sez. I, par. 3), sono solitamente al portatore o nominativi, mentre la forma all'ordine è tipica di titoli che danno diritto a una prestazione che si esaurisce istantaneamente come le cambiali e gli assegni⁴¹. Inoltre il tipico titolo all'ordine, cioè la cambiale, è ormai in disuso come strumento di circolazione del credito e funge da mero strumento per l'esercizio della pretesa, grazie soprattutto alla sua valenza di titolo esecutivo quando è in regola con l'imposta di bollo.

In realtà le cambiali finanziarie, introdotte dalla legge n. 43 del 13 gennaio 1994, che possono essere emesse sia come “pagherò cambiari” (che è la forma più usuale), sia come “cambiali tratte”⁴², potrebbero costituire un appetibile oggetto di usufrutto per il fatto che è ammessa, e anzi è tipica, la previsione di proventi a beneficio del finanziatore (art. 1, comma 3, legge cit.), in parziale deroga al regime ordinario della cambiale, in forza del quale la promessa di interessi è ammessa solo se il titolo è “a vista” o “a certo tempo vista”⁴³.

Tuttavia, a parte il fatto che tali titoli non hanno avuto larga diffusione nella prassi, la loro breve scadenza, che va da un minimo di tre a un massimo di dodici mesi dalla data di emissione (art. 1, comma 1), li rende in concreto poco idonei a costituire oggetto di un usufrutto. È vero che l'usufrutto potrebbe in astratto essere costituito an-

⁴⁰ PUGLIESE, *op. cit.*, p. 438.

⁴¹ Com'è noto, gli assegni bancari possono essere emessi anche al portatore (art. 5 l. ass.), purché siano di importo inferiore a 12.500 € (art. 1 legge n. 197 del 1991, di conversione del d.l. n. 143 del 1991; l'importo è stato così modificato dal d.m. 17.10.2002, emanato ai sensi dell'art. 4, comma 3, lett. a, legge cit.).

⁴² V. diffusamente LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., p. 92 ss.; CALLEGARI, voce *Cambiale finanziaria e certificati di investimento*, cit., p. 162 ss.; URBANI, *La cambiale finanziaria*, in *Comm. breve alla legislazione sulla cambiale e sugli assegni*, diretto da Pellizzi e Partesotti, 3^a ediz., Padova 2004, p. 241 ss.

⁴³ LIBONATI, *op. ult. cit.*, p. 95.

che per un termine inferiore molto breve, ed è vero altresì che maturata la scadenza, e riscosso il credito, l'usufrutto non si estingue ma si trasferisce sul bene acquistato utilizzando la somma riscossa, verificandosi la surrogazione reale; tuttavia è noto che nella pratica l'usufrutto viene costituito di solito per assicurare a una determinata persona un reddito per un periodo di tempo medio-lungo, e l'usufrutto su una cambiale finanziaria non consente di conseguire questo scopo.

Ad ogni modo, è necessario analizzare come l'usufrutto deve essere attuato su un titolo all'ordine, in ottemperanza al precetto dell'art. 1997 c.c.

Non esiste una girata speciale che faccia risultare sul titolo che il giratario è usufruttuario dello stesso, al contrario di quanto accade per il pegno, per il quale la legge ammette un'apposita girata connotata dalla clausola "valuta in garanzia" o "valuta in pegno" o altra equivalente (art. 23 l. camb.). Né è possibile apporre una girata piena a favore dell'usufruttuario aggiungendovi qualche limitazione, poiché l'art. 2010 c.c., l'art. 16 l. camb e l'art. 18 l. ass. dispongono che qualsiasi condizione apposta alla girata si ha come non scritta e che la girata parziale è nulla.

Nell'impossibilità di ricorrere a una girata speciale dalla quale risulti che il giratario ha l'usufrutto sul titolo, vi sono due strade percorribili per consentire all'usufruttuario di esercitare i diritti che gli spettano.

La prima strada consiste nel consegnare il titolo all'usufruttuario senza apporvi alcuna girata. In questo caso l'usufruttuario non consegue alcuna legittimazione all'esercizio dei diritti incorporati secondo il regime cartolare, ma può esercitare i propri diritti verso il debitore soltanto secondo il regime ordinario, dando prova del negozio costitutivo dell'usufrutto (cfr. art. 2015 c.c.). Ne consegue tra l'altro che il debitore potrà opporre all'usufruttuario le eccezioni inerenti ai rapporti personali con il nudo proprietario dei titoli, non essendo applicabile il disposto dell'art. 1993 c.c. che connota il regime cartolare. In sostanza con la consegna del titolo all'usufruttuario non accompagnata dalla girata il credito cessa di circolare con il documento, che rimane per così dire immobilizzato presso l'usufruttuario; pertanto con questa soluzione non si realizza un usufrutto sul titolo di credito all'ordine, ma si esce fuori dall'ambito cartolare e si realizza un mero usufrutto sul credito.

La seconda strada consiste nell'apporre sul titolo una girata propria, in pieno o in bianco, in favore dell'usufruttuario, i cui effetti saranno per l'appunto pieni nei confron-

ti del debitore, ma limitati nei rapporti interni dal negozio sottostante costitutivo dell'usufrutto. In altre parole la girata sarà pienamente traslativa agli occhi del debitore cartolare e dei terzi, mentre nei rapporti tra le parti avrà solo il significato di costituire l'usufrutto in capo al giratario⁴⁴.

Talvolta si parla in proposito di girata fiduciaria, cioè di girata accompagnata da una sottostante pattuizione fiduciaria, efficace *inter partes*, intesa a regolare il potere del fiduciario di disporre del titolo e di esercitare i diritti incorporati, ma priva di qualsivoglia influenza sulla circolazione cartolare⁴⁵. In effetti ricorrono nella specie i caratteri propri del negozio fiduciario, poiché le parti si avvalgono di uno strumento (la girata propria) che produce effetti maggiori (il trasferimento del titolo e dunque del credito cartolare) rispetto a quelli da esse realmente voluti (la mera costituzione di un usufrutto sul titolo e dunque sul credito cartolare).

Secondo altri invece sarebbe più corretto ravvisare nella specie una girata relativamente simulata, perché mentre esternamente appare un trasferimento della proprietà del titolo, in realtà le parti hanno voluto soltanto la costituzione di un usufrutto su di esso⁴⁶. In sostanza con la girata fiduciaria si verifica un trasferimento effettivo della proprietà del titolo, ma il potere del proprietario è limitato dal *pactum fiduciae* nei rapporti interni con l'alienante; con la girata relativamente simulata invece il trasferimento della proprietà del titolo non è effettivo ma solo apparente.

La differenza tra girata fiduciaria e girata relativamente simulata ha un rilievo sostanziale perché, se si tratta di girata simulata, da un lato il simulato girante conserva la proprietà del titolo e dunque può rivendicarlo dal terzo giratario di mala fede, dall'altro il debitore cartolare può far valere la simulazione al fine di opporre al simulato giratario l'eccezione di difetto di titolarità⁴⁷.

⁴⁴ MESSINEO, *op. cit.*, II, p. 281 s.; MARTORANO, *op. cit.*, p. 704 s.; Cass. 23 ottobre 1998, n. 10526, in *F. it.* 1999, I, c. 113, ha affermato, riguardo al pegno su titoli all'ordine, che una valida costituzione di esso non richiede necessariamente la specifica girata con clausola «valuta in garanzia», «valuta in pegno», od altra che al pegno faccia riferimento, ma può attuarsi mediante una girata piena a favore del creditore pignoratizio, il cui diritto resti limitato nei rapporti interni con il costituente da un *pactum fiduciae*.

⁴⁵ LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., p. 65; FIORENTINO, *Dei titoli di credito*, cit., sub art. 1997, p. 120 s.

⁴⁶ MARTORANO, *op. cit.*, p. 704 s., nota 23.

⁴⁷ Sulla differenza tra girata fiduciaria e girata simulata v. GUIZZI, *Girata simulata e girata fiduciaria: spunti per una ricerca*, in *R. d. comm.* 1996, I, p. 509 ss.; STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, p. 182; MARTORANO, *op. cit.*, p. 814 ss. OPPO, *op. cit.*, p. 8, afferma correttamente che in presenza di una girata che attribuisce la legittimazione cartolare piena anche se il reale titolare del diritto è un altro soggetto, il debitore potrebbe far valere, ove ne fosse a conoscenza, la dissociazione tra legittimazione cartolare e titolari-

Parlare della girata piena a favore dell'usufruttuario come di una girata relativamente simulata desta però qualche perplessità. È noto che, in presenza di una simulazione relativa, tra le parti e rispetto ai terzi che facciano valere la simulazione ha effetto il negozio dissimulato, purché abbia i requisiti di forma e di sostanza previsti dalla legge (art. 1414, comma 2, c.c.). Dunque in presenza di una girata relativamente simulata dovrebbe avere effetto la girata dissimulata realmente voluta dalle parti; ma quale sarebbe questa girata, dal momento che non esiste una girata in usufrutto? Poiché l'interrogativo non può avere risposta, a nostro avviso non si può dire che le parti hanno apposto una girata piena ma hanno voluto una diversa girata limitata che non esiste; se poi le parti avessero effettivamente voluto una girata limitata, essa sarebbe nulla ai sensi dell'art. 2010, comma 2, c.c., dell'art. 16, comma 2, l. camb. e dell'art. 18, comma 2, l. ass.

Pertanto sembra più corretto qualificare la girata piena a favore dell'usufruttuario, limitata nei rapporti interni con il nudo proprietario dal contratto costitutivo dell'usufrutto, come una girata fiduciaria.

Se si appone sul titolo una girata piena a favore dell'usufruttuario, si viene a verificare – come per i titoli al portatore – una situazione per cui l'usufruttuario appare all'esterno, nei confronti del debitore cartolare dei terzi, come se fosse proprietario, e dunque legittimato sia a disporre del titolo che ad esercitare i diritti cartolari, mentre il nudo proprietario appare, nei confronti dei medesimi soggetti, privo di qualsivoglia diritto sul titolo, risultando la reale situazione solo dal sottostante negozio costitutivo dell'usufrutto.

Pertanto per i titoli all'ordine si presentano i medesimi inconvenienti che sono offerti dai titoli al portatore.

Innanzitutto il nudo proprietario corre il rischio che l'usufruttuario, pur non essendovi legittimato, giri i titoli a un terzo di buona fede che ne consegua il possesso. Verificandosi questa fattispecie trova applicazione l'art. 1994 c.c., in virtù del quale il terzo acquista la piena proprietà dei titoli nonostante il difetto di legittimazione del suo dante causa, e conseguentemente il diritto del precedente nudo proprietario si estingue.

In secondo luogo il nudo proprietario di titoli all'ordine trova una difficoltà *de*

tà, al fine di opporre al giratario le eccezioni che può far valere nei confronti del titolare; l'autore però qualifica una girata siffatta come fiduciaria, mentre in realtà con la girata fiduciaria, come abbiamo detto, si verifica un trasferimento effettivo (e non solo apparente) della proprietà del titolo e conseguentemente della titolarità dei diritti incorporati.

facto nel reperire potenziali acquirenti del proprio diritto, dovuta alla circostanza che il trasferimento della nuda proprietà non potrebbe essere accompagnato dal possesso né tantomeno dalla girata, e pertanto il nudo proprietario rimarrebbe esposto al rischio di perdere il diritto conseguito a causa di eventuali acquisti di terzi *ex art. 1994 c.c.* Se poi si accede alla tesi anticonsensualistica sopra ricordata, questa difficoltà pratica di alienare la nuda proprietà dei titoli, dovuta all'impossibilità di rendere l'acquirente sicuro del suo acquisto, si tramuta in una vera e propria impossibilità giuridica, poiché senza trasmissione del possesso non si potrebbe verificare alcun effetto traslativo.

In terzo luogo il possesso dei titoli e la girata in suo favore consentono all'usufruttuario di acquisire la legittimazione cartolare all'esercizio di tutti i diritti incorporati nel titolo, sebbene in forza del negozio costitutivo dell'usufrutto gli spetterebbero soltanto alcuni di tali diritti, cosicché si verifica anche in questo caso una discrepanza tra legittimazione cartolare e titolarità, risultando la prima più ampia della seconda. Da ciò consegue in particolare che il debitore è liberato se esegue il pagamento del capitale nelle mani del solo usufruttuario, senza dolo o colpa grave (art. 1992, comma 2, c.c.); per evitare che si verifichi tale circostanza il nudo proprietario ha l'onere di comunicare al debitore l'avvenuta costituzione dell'usufrutto fornendogli prova liquida della medesima. Se il debitore paga il capitale all'usufruttuario con dolo o colpa grave, allora il nudo proprietario può pretendere la rinnovazione del pagamento nelle mani sue e dell'usufruttuario congiuntamente (v. cap. I, sez. II, par. 3.3).

Per tutelarsi contro gli inconvenienti che discendono dall'apposizione di una girata piena a favore dell'usufruttuario, il nudo proprietario ha pur sempre diritto a una garanzia ai sensi dell'art. 1002, comma 3, c.c., che per essere idonea deve consentire al nudo proprietario in primo luogo di ottenere alla cessazione dell'usufrutto l'immediata corresponsione del valore dei titoli, nell'eventualità in cui l'usufruttuario non li restituisca in natura perché li ha alienati a un terzo, in secondo luogo di ottenere l'immediata corresponsione di una somma pari al capitale del credito cartolare, nell'eventualità in cui alla scadenza di tale credito l'usufruttuario riscuota il capitale e lo faccia proprio sottraendolo al nudo proprietario.

Per evitare i predetti inconvenienti una parte della dottrina ha proposto di utilizzare in sua vece una girata cumulativa a vantaggio contemporaneamente

dell'usufruttuario e del nudo proprietario⁴⁸. Questa girata farebbe sì che sia necessario il concorso di entrambi sia per riscuotere il capitale, cosicché si rispetterebbe il disposto dell'art. 1000, comma 1, c.c., sia per girare ulteriormente il titolo a terzi, cosicché si eviterebbe il rischio di una possibile alienazione abusiva del titolo stesso da parte dell'usufruttuario.

La girata cumulativa potrebbe essere apposta innanzi tutto allorché il pieno proprietario del titolo contestualmente trasferisce la nuda proprietà a un soggetto e costituisce l'usufrutto a favore di un altro⁴⁹. Ma la girata cumulativa può essere apposta anche quando il pieno proprietario del titolo costituisce l'usufrutto a favore di un altro soggetto trattenendo per sé la nuda proprietà: in questo caso però il nudo proprietario non può apporre direttamente una girata cumulativa a vantaggio dell'usufruttuario e di sé medesimo, ma può girare il titolo a una persona di piena fiducia, che si impegna ad effettuare immediatamente una girata c.d. di ritorno (v. art. 15, comma 3, l. camb.) all'ordine del precedente girante e dell'usufruttuario insieme, aggiungendo eventualmente la clausola «senza garanzia» per evitare di assumere obbligazioni in proprio.

La dottrina che ha proposto questa soluzione ha sottolineato che, rispetto all'altra soluzione della girata piena all'ordine esclusivo dell'usufruttuario, si costituisce ugualmente un rapporto fiduciario, ma di brevissima durata e di sicuro esito, e inoltre il risultato finale è molto più soddisfacente, in quanto conforme ai canoni dell'art. 1000.

La stessa dottrina riconosce però che la soluzione della girata cumulativa presenta un inconveniente di non poco conto, perché non consente all'usufruttuario di riscuotere da solo gli interessi, ma implica anche per questa attività la necessità del concorso del nudo proprietario⁵⁰; cionondimeno ritiene che tale inconveniente potrebbe risultare

⁴⁸ PUGLIESE, *op. cit.*, p. 680 ss.

⁴⁹ Nel caso di costituzione dell'usufrutto *mortis causa*, cioè mediante un legato di usufrutto, sia che concerna specificamente il titolo, sia che abbia ad oggetto l'intero patrimonio o una sua quota, in cui il titolo sia compreso, si verifica una costituzione dell'usufrutto secondo il diritto comune. Supposto che il titolo sia all'ordine del *de cuius*, basta consegnare il titolo all'usufruttuario, senza apporvi alcuna girata, per consentire a quest'ultimo di esercitare i suoi diritti e per soddisfare adeguatamente l'interesse delle parti ad evitare reciproci abusi. Infatti l'usufruttuario non potrà vantare alcuna pretesa cartolare, ma potrà solo dimostrare il negozio extracartolare costitutivo del suo diritto e chiedere al debitore il pagamento degli interessi (non del capitale), in base al diritto comune. Per contro il nudo proprietario, cioè l'erede, non potrà esercitare il diritto cartolare e riscuotere il capitale, perché privo del possesso del titolo. Per riscuotere il capitale, sarà necessario il concorso dell'usufruttuario che esibisca il titolo al debitore, rispettandosi in tal modo le prescrizioni dell'art. 1000, co. 1, c.c. Considerazioni analoghe valgono per il trasferimento del titolo a terzi (PUGLIESE, *op. cit.*, p. 681 s.).

⁵⁰ V. diffusamente MESSINEO, *op. cit.*, II, p. 297 ss., anche se relativamente al pegno.

nella pratica assai lieve, e comunque sarebbe meno grave rispetto agli inconvenienti che scaturiscono dall'apposizione sul titolo di una girata piena in favore dell'usufruttuario.

Sicuramente l'usufruttuario e il nudo proprietario sono liberi di scegliere la soluzione che preferiscono tra la girata piena e quella cumulativa; tuttavia è necessario stabilire quale delle due girate può essere pretesa dall'usufruttuario, in mancanza di un accordo tra le parti.

La dottrina che ha proposto la soluzione della girata cumulativa afferma che l'usufruttuario potrebbe pretendere solo una girata di questo tipo e non potrebbe chiedere invece una girata piena. La tesi però non convince, perché crea un'irragionevole disparità di trattamento tra l'usufruttuario di titoli all'ordine e l'usufruttuario di titoli al portatore. Quest'ultimo infatti ha diritto di conseguire la legittimazione all'esercizio di tutti i diritti cartolari che gli spettano, anche se ciò postula che gli sia attribuita una legittimazione piena all'esercizio di tutti i diritti cartolari, compresi quelli che fanno capo al nudo proprietario, con rilevante sacrificio per le ragioni di quest'ultimo, che si trova esposto al rischio di abusi dello stesso usufruttuario. L'usufruttuario di titoli all'ordine, invece, se avesse diritto solo a una girata cumulativa, non si vedrebbe attribuita alcuna legittimazione all'esercizio dei diritti che gli spettano (segnatamente quello di percepire gli interessi del credito cartolare), cosicché la sua posizione verrebbe sacrificata allo scopo di fornire una maggiore tutela alle ragioni del nudo proprietario. In questo modo il bilanciamento degli interessi in gioco sarebbe considerevolmente diverso rispetto a quello che opera per i titoli al portatore, risultando più favorevole al nudo proprietario e più sfavorevole per l'usufruttuario, senza che questa diversità possa trovare alcuna adeguata giustificazione.

Invece riconoscendo all'usufruttuario di titoli all'ordine il diritto a una girata piena, il bilanciamento degli interessi in gioco è lo stesso che opera nel caso di usufrutto di titoli al portatore, perché l'usufruttuario si vede attribuita la piena legittimazione all'esercizio di tutti i diritti cartolari in modo da poter esercitare le prerogative che gli spettano, anche se questo espone il nudo proprietario al rischio di abusi.

Pertanto la soluzione che ci sembra doversi accogliere è che l'usufruttuario di titoli all'ordine può pretendere dal nudo proprietario che l'usufrutto sia attuato sul titolo attraverso una girata piena a suo favore, e non è tenuto ad accettare una girata cumulativa. Il nudo proprietario resterà tutelato dalla garanzia che l'usufruttuario è tenuto a pre-

stare ai sensi dell'art. 1002, comma 3, c.c.

5. La costituzione dell'usufrutto su titoli nominativi.

Gli inconvenienti sopra descritti per i titoli al portatore non si verificano se i titoli obbligazionari sono nominativi. Per comprendere la ragione di ciò, occorre considerare che ai fini dell'opponibilità dei diritti su titoli di questo genere non è sufficiente il mero possesso, come accade per i titoli al portatore, ma è richiesto che esso sia accompagnato dalla doppia annotazione sul titolo e nel registro dell'emittente (c.d. *transfert*). Così l'art. 2024, comma 1, c.c. dispone che «Nessun vincolo sul credito produce effetti nei confronti dell'emittente e dei terzi, se non risulta da una corrispondente annotazione sul titolo e nel registro», comprendendo senz'altro tra i vincoli cui si riferisce anche l'usufrutto; analogamente l'art. 3, comma 1, r.d. n. 239 del 1942 dispone che «i vincoli reali sui titoli azionari si costituiscono mediante annotazione, a cura della società emittente, sul titolo e nel libro dei soci» (sul ruolo del *transfert* nella vicenda circolatoria del titolo rinviamo al par. 1 di questa sezione).

La doppia annotazione dell'usufrutto sul titolo e nel registro dell'emittente deve essere eseguita dall'emittente stesso e può essere ottenuta alle condizioni stabilite dal 2° comma dell'art. 2002, al quale il 2° comma dell'art. 2024 espressamente rinvia. Alla luce della citata disposizione, l'annotazione può essere chiesta sia dal costituente, dietro presentazione del contratto costitutivo nella forma dell'atto pubblico o della scrittura privata autenticata, sia dall'usufruttuario, dietro esibizione del titolo e presentazione del contratto costitutivo nella medesima forma.

Pertanto se il contratto costitutivo dell'usufrutto ha la predetta forma, il dovere di investitura che grava in capo al nudo proprietario si può assolvere con la mera consegna dei titoli all'usufruttuario, eseguita la quale quest'ultimo può senz'altro ottenere dall'emittente l'annotazione del vincolo in suo favore, e acquistare in tal modo la legittimazione cartolare all'esercizio dei diritti che gli spettano.

Se invece il contratto costitutivo dell'usufrutto non ha la forma dell'atto pubblico o della scrittura privata autenticata, la mera consegna dei titoli non basta per investire l'usufruttuario della legittimazione cartolare all'esercizio dei suoi diritti, perché a tal fine è necessario anche procurare all'usufruttuario un titolo con la forma richiesta; pertanto il nudo proprietario è tenuto a prestarsi a rinnovare il contratto costitutivo per atto

pubblico o per scrittura privata autenticata. In alternativa il nudo proprietario può munirsi di una certificazione che attesti la propria identità e la propria capacità di disporre, e provvedere lui stesso a chiedere il *transfert*.

Se i titoli sono nominativi, dunque, è possibile fare risultare da essi l'esistenza dell'usufrutto. Questo consente di eliminare gli inconvenienti cui dà luogo la costituzione dell'usufrutto su titoli al portatore e all'ordine.

In particolare, quanto al rischio che l'usufruttuario alieni la piena proprietà dei titoli a un terzo di buona fede che, conseguendo il possesso, possa maturare un acquisto a titolo originario in forza dell'art. 1994 c.c., esso è evitato grazie alla doppia annotazione dell'usufrutto sul titolo e nel registro dell'emittente, eseguita la quale non potrà perfezionarsi la fattispecie dell'art. 1994 senza che l'acquirente *a non domino* consegua l'intestazione a suo favore in base a un atto autentico di acquisto dal precedente intestatario. Quand'anche poi il terzo riesca (illegittimamente) ad ottenere dall'emittente l'intestazione a suo favore, comunque l'art. 1994 non potrà operare per mancanza in capo all'acquirente del requisito della buona fede: questi infatti non poteva ignorare l'esistenza dell'usufrutto e la conseguente mancanza di legittimazione dell'alienante, poiché esse risultavano dal titolo.

Quanto alle difficoltà che il nudo proprietario incontra nell'alienare il proprio diritto, esse sembrerebbero permanere anche se i titoli sono nominativi, dato che resta ferma l'impossibilità per il terzo acquirente di conseguire il possesso, che gli fornirebbe la sicurezza del suo acquisto. Tuttavia osserviamo che il terzo acquirente, pur non avendo il possesso del titolo, potrebbe ottenere la doppia annotazione del suo acquisto, dovendosi ritenere che l'usufruttuario sia obbligato, se non altro in forza del dovere generale di buona fede, a mettere a disposizione il titolo stesso per eseguire tali formalità. Tale annotazione a nostro avviso giova all'acquirente che la ottiene, perché gli consente di prevalere, se in buona fede, rispetto ad eventuali terzi che abbiano acquistato, seppure anteriormente, dallo stesso dante causa, sempre senza conseguire il possesso. Riteniamo infatti – anche se, a quanto consta, la questione non è stata approfondita dalla dottrina né fatta oggetto di pronunce giurisprudenziali – che il conflitto tra più acquirenti di un titolo nominativo, qualora nessuno di essi abbia il possesso, ma uno abbia ottenuto regolarmente l'annotazione, non debba essere risolto in base alla priorità temporale dell'acquisto, bensì in favore di colui che ha conseguito l'annotazione, se in buona fede.

Quanto infine al rischio che l'usufruttuario eserciti diritti patrimoniali e non patrimoniali che a lui non spettano, occorre considerare l'art. 2021 c.c., che dispone che «Il possessore di un titolo nominativo è legittimato all'esercizio del diritto in esso menzionato per effetto dell'intestazione a suo favore contenuta nel titolo e nel registro dell'emittente». Dall'applicazione di questa regola discende che se l'usufruttuario riceve il possesso dei titoli, ma non ottiene la doppia annotazione della costituzione del proprio diritto, non può esercitare i diritti incorporati, e così non può chiedere il pagamento degli interessi, esercitare il diritto di voto, ecc. Se invece l'usufruttuario, come di regola accade, ottiene sia il possesso che la doppia annotazione in suo favore, può esercitare nei confronti dell'emittente unicamente i diritti che gli spettano quale usufruttuario, poiché a ciò solo risulta legittimato in base alla lettera del titolo: in sostanza mediante il *transfert* si ottiene una perfetta corrispondenza tra la legittimazione cartolare e la titolarità sostanziale.

Soffermandosi in particolare sul diritto a riscuotere il capitale, si osserva che il nudo proprietario non potrà esercitarlo con un'iniziativa autonoma, poiché è privo del possesso dei titoli, che spetta all'usufruttuario *ex art.* 982 c.c. Per ricevere il capitale il nudo proprietario necessiterà della collaborazione dell'usufruttuario, al quale dovrà chiedere di presentarsi con lui al debitore e di esibire allo stesso i titoli. In questo modo è garantito il rispetto dell'art. 1000, comma 1, c.c., secondo il quale il capitale deve essere riscosso congiuntamente dall'usufruttuario e dal nudo proprietario. Anche sotto questo profilo, pertanto, i titoli nominativi consentono di realizzare una perfetta corrispondenza tra il regime cartolare che viene ad instaurarsi e il regime sostanziale dell'usufrutto di crediti. Qualora poi il debitore pagasse il capitale al solo usufruttuario, il nudo proprietario potrebbe pretendere che il pagamento sia eseguito nuovamente nelle mani proprie e dell'usufruttuario.

È opportuno ricordare poi che, se i titoli sono nominativi, l'art. 2025 c.c. consente all'usufruttuario di ottenere un titolo separato da quello del nudo proprietario, e un'analogha disposizione si trova, con riguardo alle azioni, nell'art. 1, comma 3, r.d. n. 239 del 1942. A differenza dell'ipotesi prevista dall'art. 2022, in cui, a fronte del rilascio di un nuovo titolo all'acquirente, il vecchio titolo viene ritirato dalla circolazione, nell'ipotesi in esame il titolo spettante al nudo proprietario non viene ritirato, ma resta nelle mani del medesimo, e ad esso si aggiunge un nuovo titolo che viene rilasciato

all'usufruttuario⁵¹.

Mediante l'emissione di titoli distinti per il nudo proprietario e per l'usufruttuario si ottiene il risultato di rendere evidente in misura ancora maggiore la distinzione tra i diritti spettanti all'uno e quelli spettanti all'altro, e di agevolare la circolazione degli stessi, accentuando i vantaggi che i titoli nominativi offrono rispetto a quelli al portatore. Si noti però che la disponibilità di un titolo separato per il nudo proprietario (il quale altrimenti non avrebbe in mano alcunché, dato che il possesso dei titoli spetta all'usufruttuario) consente al medesimo esclusivamente di alienare con facilità il proprio diritto, ma non gli permette anche di riscuotere da solo il capitale, dovendosi ritenere che a tal fine sia necessaria la presentazione al debitore di entrambi i titoli, sia quello rilasciato al nudo proprietario che quello nelle mani dell'usufruttuario. Pertanto il debitore che paghi il capitale al nudo proprietario dietro l'esibizione del solo titolo di questi, non sarà liberato ai sensi dell'art. 1992, comma 2, c.c.

Secondo parte della dottrina, nel caso in cui vengano rilasciati titoli distinti per il nudo proprietario e per l'usufruttuario, si eliminerebbe automaticamente l'obbligo per l'usufruttuario di prestare garanzia a favore del nudo proprietario, ai sensi dell'art. 1002, comma 3, c.c.⁵². La tesi, per quanto autorevolmente sostenuta, non persuade, perché se è vero che il nudo proprietario, avendo la disponibilità materiale di un proprio titolo, è meno esposto ad abusi da parte dell'usufruttuario, tuttavia non si può dire che egli sia totalmente al riparo dagli stessi: per fare un esempio, avendo riguardo alle azioni, l'usufruttuario potrebbe esercitare il voto in assemblea senza la diligenza del buon padre di famiglia, o peggio provocando un'alterazione della destinazione economica dei titoli (v. *supra* in questo capitolo la sez. II, par. 2.2). Pertanto riteniamo che la circostanza che siano stati emessi titoli distinti non fa venire meno l'esigenza di tutela del nudo proprietario che giustifica l'obbligo di prestare la garanzia di cui all'art. 1002, comma 3, e dunque tale disposizione deve trovare applicazione anche in questo caso.

La circostanza che, se i titoli sono nominativi, è possibile fare risultare da essi l'esistenza dell'usufrutto, e che di conseguenza non si presentano gli inconvenienti cui dà luogo la costituzione dell'usufrutto su titoli al portatore e all'ordine, comporta che la

⁵¹ MARTORANO, *op. cit.*, p. 705 s.; FIORENTINO, *op. cit.*, sub art. 2025, p. 248, afferma che si applicherebbero analogicamente le disposizioni dell'art. 2000 sulla riunione e sul frazionamento di titoli.

⁵² ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, cit., p. 20, con specifico riguardo ai titoli azionari.

garanzia che l'usufruttuario è tenuto a prestare nei confronti del nudo proprietario ai sensi dell'art. 1002, comma 3, c.c., è molto inferiore alla garanzia che deve dare l'usufruttuario di titoli al portatore o all'ordine.

In luogo del sistema della doppia annotazione di cui ci siamo occupati finora, è certamente possibile che il proprietario dei titoli nominativi, stipulato il negozio costitutivo dell'usufrutto, apponga sui titoli una girata piena in favore dell'usufruttuario *ex art. 2023 c.c.*, e consegni a quest'ultimo i titoli medesimi. In senso contrario non si può invocare la circostanza che l'art. 2024, comma 2, che riguarda i vincoli in generale, non richiama l'art. 2023, che regola il trasferimento del titolo nominativo mediante girata, mentre l'art. 2026, che riguarda specificamente il pegno, stabilisce che esso può costituirsi anche mediante consegna del titolo girato con la clausola «in garanzia» o altra equivalente. Infatti il mancato richiamo dell'art. 2023 ad opera dell'art. 2024, comma 2, si spiega agevolmente con il fatto che non esiste una specifica girata in usufrutto e pertanto l'unico modo per attuare il diritto sul titolo è quello di provvedere al *transfert*; per contro la diversa disposizione dell'art. 2026 si spiega con il fatto che per fare risultare il pegno sul titolo nominativo è possibile ricorrere ad una girata *ad hoc*⁵³.

Anche se è possibile apporre una girata piena in favore dell'usufruttuario, va rilevato che tale girata genera una situazione in tutto e per tutto analoga a quella che abbiamo descritto per i titoli all'ordine, con la relativa esposizione del nudo proprietario al rischio di abusi da parte dell'usufruttuario, costituiti dall'esercizio di diritti non propri o dalla cessione del titolo. Per queste ragioni dovrebbe essere sconsigliato il ricorso a questo strumento e dovrebbe preferirsi piuttosto il meccanismo della doppia annotazione o addirittura quello del rilascio di titoli distinti per l'usufruttuario e per il nudo proprietario, perché questi ultimi meccanismi salvaguardano in modo adeguato gli interessi di entrambe le parti, senza sacrificare quelli dell'una a vantaggio di quelli dell'altra. Le stesse considerazioni valgono anche per l'ipotesi, anch'essa astrattamente configurabile, in cui il proprietario dei titoli compia una doppia annotazione "piena" in favore dell'usufruttuario, facendolo figurare così all'esterno come nuovo proprietario del titolo, e limitando le sue prerogative solo nei rapporti interni.

6. La costituzione dell'usufrutto su titoli in deposito accentrato e su titoli

dematerializzati.

6.1. BREVI CONSIDERAZIONI INTRODUTTIVE SUL REGIME DEI TITOLI IMMESSI IN UN SISTEMA DI DEPOSITO ACCENTRATO.

Com'è noto, con la legge n. 289 del 19 giugno 1986, oggi confluita con alcune modificazioni negli artt. 85 ss. d.lgs. n. 58 del 1998 (t.u.f.), il nostro ordinamento ha compiuto un primo passo verso la dematerializzazione dei titoli di credito di massa, cioè verso il superamento per tali titoli del documento cartaceo, e la sua sostituzione con una documentazione informatica costituita da registrazioni in appositi conti, gestiti in modo accentrato da una società di gestione, e movimentati per il tramite di intermediari a ciò autorizzati.

Occorre precisare peraltro che le due fonti normative citate si riferiscono genericamente agli strumenti finanziari, mentre ai fini della presente trattazione assumono rilievo soltanto quelli tra essi che sono anche titoli di credito (per la distinzione e l'intersecazione tra la categoria degli strumenti finanziari e quella dei titoli di credito rinviamo alla prima sezione di questo capitolo).

La citata legge n. 289 del 1986 ha costituito solo un primo passo verso la dematerializzazione dei titoli di massa, perché il sistema che si è venuto a creare – e che è ancora vigente, sebbene il suo ambito di applicazione è stato considerevolmente ristretto dalla c.d. dematerializzazione totale, della quale ci occuperemo nel paragrafo seguente – non prescinde dall'emissione di titoli cartacei, ma prevede il deposito dei medesimi, da parte del loro possessore, presso un intermediario, il quale a sua volta, con l'autorizzazione conferitagli per iscritto dal depositante, provvede a sub-depositarli presso la società di gestione accentrata, effettuando altresì a favore della medesima, quando si tratta di titoli nominativi, una girata apposita (art. 85, comma 2, t.u.f.) che reca la formula «Alla società di gestione accentrata ... (ragione sociale) ex decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58» (art. 88, comma 3, ultima proposizione, t.u.f.; art. 17, comma 1, regolamento congiunto Banca d'Italia e Consob del 22.2.2008, recante «Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione», che sostituisce nella disciplina della gestione accentrata il

⁵³ MARTORANO, *op. cit.*, p. 706.

precedente regolamento Consob n. 11768 del 23.12.1998)⁵⁴.

Il deposito presso la società di gestione ha natura regolare, come stabilisce espressamente l'art. 85, comma 3, t.u.f., con una disposizione che era già presente nell'art. 3 della legge n. 289 del 1986; l'espressa qualificazione è stata introdotta dal legislatore al preciso scopo di escludere che si tratti di un deposito irregolare (soggetto al regime dell'art. 1782 c.c.), e di chiarire conseguentemente che i titoli depositati presso la società di gestione non vengono acquistati da quest'ultima, ma restano di proprietà degli originari depositanti.

Tra questi ultimi non si determina una comunione per quote, come accade nella comunione ordinaria, bensì una comunione per quantità, analoga a quella che si forma a seguito di un deposito alla rinfusa di cose fungibili, e tale per cui ciascun depositante, se desidera "uscire" dal sistema, può chiedere che gli sia consegnata la quantità di titoli che gli spetta, che verrà prelevata dalla massa dei titoli depositati⁵⁵.

I titoli rimangono presso la società di gestione e non circolano materialmente. L'art. 86, comma 1, prevede infatti che il depositante «può, tramite il depositario e secondo le modalità indicate nel regolamento previsto dall'art. 81, comma 2, disporre in tutto o in parte dei diritti inerenti alle quantità di strumenti finanziari a lui spettanti a favore di altri depositanti». Tali modalità consistono in un ordine di giro impartito dal de-

⁵⁴ In origine l'attività di gestione accentrata di titoli era svolta in regime di monopolio dalla Monte Titoli s.p.a., ma con l'introduzione del t.u.f. essa è stata aperta alle società interessate, purché in possesso dei requisiti previsti dall'art. 80 dello stesso t.u.f. e debitamente autorizzate.

⁵⁵ Cfr. *ex multis* PARTESOTTI, *Lezioni sui titoli di credito*, cit., p. 146. Si è autorevolmente rilevato che, atteso che il depositante potrebbe essere privo della proprietà dei titoli e averne soltanto il possesso, si verrebbe a configurare non tanto una comunione, quanto piuttosto una situazione di comproprietà (OPPO, *Titoli di credito*, cit., p. 14 s.): a questo rilievo però sembra potersi obiettare che, una volta avvenuta l'immissione nel sistema da parte del possessore non proprietario, il proprietario vede comunque mutata la propria situazione da proprietà esclusiva su titoli individuati a comproprietà per quantità sulla massa di titoli depositati.

La costruzione in termini di comproprietà o di comproprietà sulla massa tra i depositanti è criticata da LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., p. 107 e p. 137, il quale ritiene più coerente affermare che la proprietà dei titoli spetti alla società di gestione, e che tra questa e i "depositanti" si instaurino delle relazioni obbligatorie idonee a consentire la circolazione della pretesa con le tutele proprie dei titoli di credito, senza alcun ricorso a configurazioni a carattere possessorio. Questa tesi però sembra trovare insuperabili ostacoli al suo accoglimento all'interno della disciplina positiva contenuta nell'art. 85 t.u.f. Infatti tale articolo, al comma 2, qualifica espressamente il rapporto con la società di gestione come deposito regolare, escludendo così chiaramente, come abbiamo ricordato nel testo, che la stessa acquisti la proprietà di tutti i titoli immessi nel sistema. Inoltre lo stesso articolo, al comma 8, prescrive che «gli strumenti finanziari di proprietà della società di gestione accentrata devono essere specificatamente individuati e annotati in apposito registro da essa tenuto», presupponendo così l'esistenza di strumenti finanziari che sono di proprietà della società di gestione accentrata, e di strumenti finanziari che invece non lo sono, giacché altrimenti la disposizione sarebbe priva di senso.

positante al depositario, in forza del quale quest'ultimo, se è anche intermediario dell'acquirente, provvede ad eseguire una doppia scritturazione, una di addebito sul conto dell'alienante e un'altra di accredito sul conto dell'acquirente; se invece l'alienante e l'acquirente si avvalgono di intermediari diversi, in seguito all'ordine di giro l'intermediario dell'alienante eseguirà una scritturazione di addebito sul conto dello stesso, l'intermediario dell'acquirente eseguirà una corrispondente scritturazione di accredito sul conto del suo cliente.

L'art. 86, comma 2, dispone che «il trasferimento disposto ai sensi del comma 1 produce gli effetti propri del trasferimento secondo la disciplina legislativa della circolazione degli strumenti finanziari». La disposizione deve essere intesa nel senso che la scritturazione produce per i titoli in deposito accentrato gli stessi effetti che per i titoli cartacei sono generati dalla *traditio*. Ciò implica che, come per i titoli cartacei si discute se la *traditio* sia necessaria perché si produca l'effetto traslativo, o se al contrario a tale fine sia sufficiente il mero consenso tra le parti legittimamente manifestato, un analogo interrogativo si deve porre riguardo al ruolo della scritturazione di giro ai fini del trasferimento dei titoli in deposito accentrato. Avendo optato precedentemente per la tesi consensualistica (v. *supra* par. 1), riteniamo che il trasferimento dei titoli in deposito accentrato si verifichi per effetto del mero consenso, e che il compimento dell'operazione di giro, equipollente della *traditio*, sia necessario perché detto trasferimento possa avere gli effetti dell'autonomia sul piano obbligatorio (art. 1993 c.c.) e dell'autonomia sul piano reale (art. 1994 c.c.) che sono caratteristici del regime cartolare⁵⁶.

A questo punto, però, occorre distinguere a seconda che i titoli siano al portatore oppure nominativi. Nel primo caso la scritturazione di giro effettuata nei conti registrati presso l'ente di gestione è sufficiente affinché si perfezioni la circolazione del diritto cartolare con gli effetti della letteralità e dell'autonomia.

Se invece si tratta di titoli nominativi, occorre tenere conto del fatto che l'art. 86, comma 2, seconda proposizione, prescrive espressamente l'annotazione nel registro

⁵⁶ Gli artt. 85 ss. t.u.f. non contengono disposizioni omologhe a quelle degli artt. 1993 e 1994 c.c., al contrario di quanto si riscontra nella disciplina dei titoli dematerializzati (art. 32, comma 2 e art. 33 d.lgs. 213/1998, che analizzeremo nel par. successivo). Nonostante ciò, le norme espresse dalle citate disposizioni codicistiche devono comunque intendersi richiamate dall'inciso del citato art. 86, comma 1, laddove parla di «effetti propri del trasferimento secondo la disciplina legislativa della circolazione degli strumenti finanziari» (cfr., relativamente all'opponibilità, da parte dell'emittente, delle eccezioni personali al singo-

dell'emittente «ai sensi e per gli effetti della legislazione vigente». Secondo parte della dottrina «gli effetti della legislazione vigente» sarebbero quelli dell'autonomia obbligatoria e reale di cui agli artt. 1993 e 1994 c.c., che dunque non si produrrebbero con la scritturazione di giro ma solo con la successiva annotazione nel registro dell'emittente; tuttavia è preferibile ritenere che i menzionati effetti siano quelli connessi agli obblighi di rilevazione, aggiornamento e comunicazione previsti da altre disposizioni di legge, e che pertanto l'autonomia obbligatoria e reale dipenda dalla mera scritturazione di giro⁵⁷.

Alla luce di quanto abbiamo detto finora, è evidente che nel sistema di deposito accentrato di titoli di credito non si prescinde dalla *chartula* nell'emissione dei titoli, che infatti avviene mediante l'emissione di documenti cartacei, ma se ne prescinde soltanto nella circolazione dei titoli stessi, che avviene senza la circolazione dei predetti documenti, i quali restano depositati presso la società di gestione: per questo motivo si parla in proposito di dematerializzazione della sola circolazione⁵⁸.

Oltre che immateriale, perché indipendente dal veicolo cartolare, la circolazione è altresì mediata, perché non avviene direttamente tra alienante e acquirente, ma postula indefettibilmente l'intervento di un intermediario e della società di gestione. V'è da notare poi che la documentazione del trasferimento del titolo non viene eseguita dall'emittente, bensì da soggetti terzi quali la società di gestione accentrata e l'intermediario; tuttavia si è sottolineato che questa circostanza non ha rilievo sul piano della ricostruzione dogmatica della circolazione dematerializzata⁵⁹.

Passiamo ora ad esaminare la sorte dei diritti incorporati nei titoli immessi nel

lo depositante, anche se il diritto è esercitato per conto di questi dalla società di gestione, OPPO, *Titoli di credito*, cit., p. 16).

⁵⁷ In quest'ultimo senso OPPO, *Titoli di credito*, cit., p. 15, il quale fonda tale convinzione sulla considerazione che la legittimazione all'esercizio dei diritti amministrativi si consegue mediante il rilascio dell'apposita certificazione da parte dell'intermediario e non con l'annotazione nel libro dei soci, che del resto segue alla segnalazione da parte dell'intermediario del rilascio della predetta certificazione. A favore dell'altra tesi, invece, LENER, *La «dematerializzazione» dei titoli azionari e il sistema Monte Titoli*, Milano 1989, p. 58 ss.; LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., p. 138 s., il quale però, come diremo nel paragrafo successivo, nega che la predetta annotazione abbia tale rilevanza nel sistema di dematerializzazione c.d. totale, ravvisando così una marcata differenza, sotto il profilo del regime circolatorio, tra il vecchio sistema di deposito accentrato e il nuovo sistema di dematerializzazione totale, mentre a noi sembra più opportuno ricostruire in modo omogeneo il regime circolatorio nei due sistemi.

⁵⁸ PARTESOTTI, *Lezioni sui titoli di credito*, cit., p. 145 ss.

⁵⁹ Così SPADA, *I titoli di credito*, in *R. d. civ.* 2006, *Atti del convegno per il cinquantenario della Rivista. Il diritto delle obbligazioni e dei contratti: verso una riforma?*, p. 518, che in una prospettiva *de iure condendo* propone di codificare la precisazione per cui «è ... indifferente se la documentazione sia opera della persona o dell'ente nei confronti della quale si esercita una od altra prerogativa afferente alla prestazione od alla partecipazione oppure di un intermediario professionale».

sistema di deposito accentrato. La titolarità dei predetti diritti fa capo a colui che è legittimo proprietario dei titoli, mentre la legittimazione al loro esercizio spetta a chi risulta beneficiario di una registrazione a favore nei conti tenuti dagli intermediari. Come dunque nel sistema cartolare l'art. 1992, comma 1, c.c. fa dipendere la legittimazione all'esercizio dei diritti incorporati nei titoli dal possesso qualificato dei titoli stessi, così nel sistema di deposito accentrato il citato art. 85, comma 4, fa dipendere la predetta legittimazione dall'esistenza di un'intestazione dei titoli nei conti tenuti dal depositario.

I diritti amministrativi possono essere esercitati direttamente dal titolare del conto, presentando all'emittente una certificazione che attesta l'esistenza di una registrazione a suo favore, rilasciata dall'intermediario in base alle risultanze delle proprie scritture contabili e recante la specifica indicazione del diritto esercitabile (art. 85, comma 4, t.u.f.)⁶⁰.

Quanto alla modalità di esercizio dei diritti patrimoniali, invece, le disposizioni normative sul sistema di deposito accentrato nulla dicono, mentre le disposizioni sul sistema di dematerializzazione totale contengono, all'art. 30, comma 1, d.lgs. n. 213 del 1998, una previsione espressa che impone di esercitare tali diritti attraverso un intermediario (v. paragrafo seguente). La lacuna normativa evidenziata non deve ritenersi espressiva di una precisa scelta del legislatore nel senso che tali diritti possano essere esercitati direttamente dal titolare del conto, dietro esibizione della certificazione rilasciata dall'intermediario, ma va imputata piuttosto a un difetto nella redazione del testo normativo, cosicché tali diritti devono necessariamente essere esercitati per il tramite di un intermediario (che può essere lo stesso che tiene il conto in cui i titoli sono registrati o anche uno diverso)⁶¹.

6.2. BREVI CONSIDERAZIONI INTRODUTTIVE SUL REGIME DEI TITOLI DEMATERIALIZZATI.

⁶⁰ La spiegazione della circostanza che per l'esercizio dei diritti amministrativi non sia richiesto l'ausilio di un intermediario è stata rinvenuta nel fatto che diversamente si sarebbe verificata una concentrazione di potere economico in mano alla società di gestione, senza una relativa responsabilità patrimoniale della stessa (OPPO, *Titoli di credito*, cit., p. 14).

⁶¹ Cfr. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., p. 138. All'interno della disciplina dei titoli in deposito accentrato manca anche una disposizione analoga a quella dell'art. 1992, comma 2, c.c., che sancisca la non liberazione dell'emittente che paghi al legittimato non titolare versando in dolo o colpa grave. Parte della dottrina ritiene che la predetta regola sia comunque operante, nonostante la sua mancata codificazione (OPPO, *Titoli di credito*, cit., p. 15).

Il d.lgs. n. 213 del 1998, recante disposizioni sull'introduzione dell'euro, ha istituito attraverso l'art. 28 un regime di dematerializzazione obbligatoria, in primo luogo per gli strumenti finanziari negoziati o destinati alla negoziazione nei mercati regolamentati (comma 1°), e in secondo luogo per gli strumenti finanziari che, benché non negoziati né destinati alla negoziazione nei mercati regolamentati, sono assoggettati a tale regime da parte di un regolamento della Consob emanato ai sensi dell'art. 36, comma 1, «in funzione della loro distribuzione fra il pubblico» (comma 2°: si tratta degli strumenti indicati nell'art. 16, commi 4 e 6, del regolamento Banca d'Italia-Consob del 22.2.2008). Il predetto articolo ha poi consentito l'ingresso nel regime di dematerializzazione a tutti gli strumenti finanziari che l'emittente desidera assoggettarvi (comma 3°)⁶².

Dobbiamo osservare ancora una volta, come abbiamo già fatto nel paragrafo precedente a proposito della legge n. 289 del 1986, che il decreto in esame non si riferisce specificamente ai titoli di credito bensì agli strumenti finanziari, e pertanto ai fini della presente trattazione esso viene in rilievo solamente per quegli strumenti finanziari che sono anche titoli di credito (per la distinzione tra le due categorie rinviamo nuovamente alla prima sezione di questo capitolo).

Quella introdotta dal decreto euro è una dematerializzazione che non riguarda più il solo momento della circolazione di titoli pur sempre emessi in forma cartacea, ma

⁶² Il regime di dematerializzazione obbligatoria riguarda anche i titoli di Stato, ai quali l'art. 39 d.lgs. n. 213 del 1998 estende le disposizioni degli artt. da 29 a 35; tuttavia per i titoli in questione l'attività di gestione non è aperta a una pluralità di società, ma è riservata esclusivamente alla Banca d'Italia. L'art. 45 d.lgs. cit., fa salve le disposizioni di cui ai decreti del Ministro del tesoro del 27 maggio 1993 del 5 gennaio 1995. Tali decreti erano stati emessi ai sensi dell'art. 22, comma 4, legge n. 1 del 1991, e regolavano la gestione centralizzata dei titoli di Stato presso la Banca d'Italia, alla quale i predetti titoli erano assoggettati, con una disciplina analoga a quella prevista dal d.lgs. n. 289 del 1986 per la gestione accentrata presso la Monte Titoli. Questa disciplina però trovava applicazione solo qualora i titoli fossero stati effettivamente emessi dal Tesoro. Qualora invece non fossero stati emessi, come accadeva non di rado a causa dei grandi ritardi con i quali lo Stato provvedeva all'emissione (sicché si poteva verificare che, alla scadenza dei titoli, l'emissione non fosse ancora avvenuta), all'atto della sottoscrizione dei titoli venivano rilasciate le c.d. ricevute provvisorie, che attestavano l'avvenuta sottoscrizione. Tali ricevute potevano essere depositate nella gestione centralizzata, con il conferimento alla Banca d'Italia di un mandato irrevocabile a ritirare i titoli una volta che fossero stati emessi e a immetterli nella gestione. In questo modo era possibile far circolare i titoli, benché non fossero ancora stati emessi i relativi documenti, mediante scritturazioni di giro. Sulla gestione centralizzata dei titoli di Stato, si vedano LENER, *Prime osservazioni sulla gestione centralizzata dei titoli di Stato*, in *Banca, borsa e tit. cred.* 1993, II, p. 698 ss.; SPADA, *La gestione centralizzata dei titoli di Stato e il diritto comune dei titoli di credito*, in *R. d. comm.* 1993, I, p. 785; AMBROSIO, *Emissione e circolazione nei titoli di Stato*, Milano 1997, p. 197 ss.; ID., *La dematerializzazione dei titoli di stato: ultimo atto*, in *R. d. comm.* 2000, I, p. 55 ss.; GABRIELLI, *Il pegno*, cit., p. 231 ss.

incide sull'emissione stessa dei titoli, che deve essere effettuata mediante l'apertura di appositi conti (c.d. conti emittente) presso la società di gestione accentrata, senza il rilascio di documenti cartacei. Nonostante il termine dematerializzazione faccia pensare al venire meno della materialità, quello che si osserva è piuttosto un fenomeno di sostituzione della materialità rappresentata da un documento cartaceo con una nuova materialità fondata sulle registrazioni in appositi conti; pertanto forse sarebbe più appropriato parlare di "decartolarizzazione", indicando per l'appunto l'abbandono della *chartula*, piuttosto che esprimersi in termini di "dematerializzazione", lasciando intendere così inopportuno che si sia abbandonato qualsivoglia supporto materiale⁶³, ancorché quest'ultima espressione sia utilizzata dal legislatore e sia ormai entrata nel lessico giuridico.

Il venire meno del documento cartaceo comporta l'impossibilità di ravvisare sia una posizione proprietaria sul documento, sia una situazione di possesso del medesimo, con la conseguenza che non è dato riscontrare quella connessione tra la titolarità del rapporto cartolare incorporato e la posizione reale sul documento incorporante, nonché tra la legittimazione cartolare e il possesso del documento incorporante, che costituisce il tratto caratteristico della fattispecie cartolare. Dunque la documentazione attraverso la *chartula* presenta una diversità strutturale rispetto alla documentazione mediante registrazioni in appositi conti, poiché la prima comporta l'incorporazione del diritto documentato nel documento, instaurando un collegamento tra proprietà e titolarità nonché tra possesso e legittimazione, mentre la seconda non determina l'incorporazione né instaura siffatto collegamento⁶⁴.

Una parte della dottrina riconosce alla differenza evidenziata una significativa rilevanza ai fini della costruzione dogmatica dei titoli dematerializzati⁶⁵, ma in realtà sembra che la portata di tale differenza debba essere ridimensionata.

Infatti l'incorporazione non è un fenomeno naturale, ma consiste in un collegamento operato dalla legge tra la proprietà di un documento cartaceo (incorporante) da un lato, e la titolarità di un diverso rapporto giuridico (incorporato) dall'altro, collega-

⁶³ V. per tutti M. CIAN, *Titoli dematerializzati*, cit., p. 21 e LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., p. 105.

⁶⁴ M. CIAN, *Titoli dematerializzati*, cit., p. 60 ss. e p. 82 ss.; LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., p. 134; BRIOLINI, *op. ult. cit.*, p. 297.

⁶⁵ M. CIAN, *op. loc. ult. cit.*

mento instaurato al fine di rendere operanti per il secondo le regole di circolazione del primo. Alla luce di questa osservazione, è facile rilevare che il legislatore, con il d.lgs. n. 213 del 1998, ha introdotto un diverso collegamento, intercorrente tra la titolarità di una registrazione in un conto e la titolarità di un altro rapporto giuridico, e ha applicato a questo nuovo fenomeno una disciplina ricalcata nei suoi snodi fondamentali su quella disegnata per il fenomeno cartolare⁶⁶. È vero che, nel sistema della dematerializzazione, uno dei due termini del predetto collegamento è profondamente mutato, perché non è più costituito dalla proprietà della *chartula* bensì dalla titolarità di un conto; tuttavia la disciplina adottata per il nuovo fenomeno è stata modellata sul calco della vecchia, rispetto alla quale gli adattamenti apportati sembrano meri aggiustamenti tecnici imposti dal venire meno del veicolo cartolare. Dunque mentre le disposizioni sul sistema di deposito accentrato contengono un rinvio alla disciplina della circolazione cartolare (art. 86, comma 2, t.u.f.), le disposizioni sul sistema di dematerializzazione introducono una disciplina *ad hoc* della circolazione, che però è fondata sui medesimi principi della circolazione cartolare.

Resta il problema di qualificare la situazione soggettiva del titolare di titoli dematerializzati. A ben vedere questi ultimi non sono altro che beni immateriali, che non esistono *in rerum natura* ma sono frutto della creazione della mente umana. Inoltre la titolarità di questi titoli sembrerebbe presentare non pochi elementi di somiglianza con la situazione giuridica che fa capo al titolare di altri beni immateriali quali l'opera intellettuale e l'invenzione industriale. Pertanto come il diritto patrimoniale d'autore e il diritto dell'inventore sono qualificati alla stregua di diritti patrimoniali assoluti assimilabili al diritto di proprietà, allo stesso modo si può forse qualificare anche il diritto del titolare di titoli dematerializzati.

Rimarcando le differenze che sussistono tra il fenomeno scritturale e il fenomeno cartolare, una parte della dottrina ha dubitato della possibilità di ricondurre i titoli dematerializzati all'interno della categoria dei titoli di credito⁶⁷. Il problema è troppo

⁶⁶ V. LIBONATI, *op. ult. cit.*, p. 105.

⁶⁷ In particolare nega che vi sia identità tra le due fattispecie, ponendo l'accento sulle differenze rapidamente tratteggiate nel testo, GUIZZI, *Il titolo azionario come strumento di legittimazione*, cit., p. 84 ss. Altra dottrina invece evidenzia le affinità tra i due fenomeni (FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, 12^a ediz., Torino 2006, p. 747 s.), tanto da giungere persino a prospettare che, per colmare le lacune presenti nella disciplina dei titoli dematerializzati, si possa fare ricorso a soluzioni affinate in tema di titoli cartacei, modificandole per quanto si renda necessario a causa dell'assenza della *chartula* (LIBONATI, *op. ult.*

complesso perché in questa sede lo si possa affrontare con il dovuto approfondimento. Tuttavia, al di là dell'inquadramento sistematico delle due fattispecie all'interno della medesima categoria o all'interno di categorie affini ma distinte, la sostanziale identità dei più importanti profili di disciplina delle stesse, quali sono in particolare quelli concernenti la c.d. autonomia reale e obbligatoria⁶⁸, impone in ogni caso di prendere in

cit., p. 135 s.). In posizione intermedia sembra collocarsi chi sottolinea che se da una lato i due fenomeni presentano una disciplina parzialmente identica, dall'altro il fenomeno scritturale coinvolge interessi non necessariamente comuni al fenomeno cartolare, il che può rendere necessaria l'emersione di regole specifiche non riconducibili ai principi codicistici in materia di titoli di credito (M. CIAN, *op. ult. cit.*, p. 31 ss.).

⁶⁸ L'art. 32, comma 1, d.lgs. n. 213 del 1998 dispone: «Effettuata la registrazione, il titolare del conto ha legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari in esso registrati, secondo la disciplina propria di ciascuno di essi, e può disporne in conformità con quanto previsto dalle norme vigenti in materia». La disposizione, se si eccettua il riferimento al potere di disporre, corrisponde a quella dell'art. 1992, comma 1, c.c. Come quest'ultima attribuisce la legittimazione all'esercizio del diritto cartolare a colui che ha il possesso del documento cartaceo, indipendentemente dal fatto che questi sia proprietario del documento stesso, così l'art. 32, comma 1, decreto cit., attribuisce la legittimazione all'esercizio del diritto documentato scritturalmente a colui che risulta intestatario del conto sul quale i titoli sono registrati, indipendentemente dal fatto che questi abbia effettivamente acquistato i titoli dematerializzati. La nuova disposizione risulta peraltro più precisa di quella codicistica, poiché si muove solo sul piano della legittimazione, mentre l'art. 1992, comma 1, confonde questo piano con quello della titolarità. La circostanza che non sia ripetuto il 2° comma dell'art. 1992 è stata spiegata affermando che, trattandosi di titoli di massa e per lo più negoziati nei mercati regolamentati, l'ipotesi in cui il debitore adempia la prestazione nei confronti del titolare del conto, sapendo o dovendo sapere che questi in realtà non vi ha diritto, risulterebbe empiricamente non plausibile (LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., p. 126; ma in senso contrario v. le considerazioni di OPPO, *Titoli di credito*, cit., p. 15, riguardanti l'assenza di una disposizione siffatta nel regime di deposito accentrato, ma estendibili anche per il regime di dematerializzazione totale, delle quali abbiamo dato conto nel par. precedente in nota).

L'art. 32, comma 2, dello stesso decreto prevede: «Colui il quale 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». Anche questa disposizione trova piena corrispondenza all'interno della disciplina cartolare, precisamente nell'art. 1994 c.c.: quest'ultimo articolo, però, adotta il regime di tutela degli acquisti di beni mobili all'interno di una fattispecie, quella cartolare, nella quale si registra pur sempre il trasferimento di un bene mobile, per quanto particolare, rappresentato dal titolo cartaceo; la disposizione del decreto Euro, invece, estende il predetto regime del tutto al di fuori dell'ambito della circolazione dei beni mobili, applicandolo a una fattispecie in cui non si verifica il trasferimento di una *res*, bensì un'operazione di giro eseguita in via telematica e registrata su conti tenuti su supporti informatici. Questo spiega perché, nella fattispecie scritturale, elemento essenziale affinché possa operare la tutela dell'acquirente secondo il regime caratteristico dei beni mobili non è più il conseguimento del possesso, bensì l'ottenimento di una registrazione a favore. Sempre nella diversità strutturale testé evidenziata risiede la spiegazione dell'utilizzo dell'espressione «non è soggetto a pretese o azioni da parte dei precedenti titolari» in luogo di quella «non è soggetto a rivendicazione», essendo quest'ultima azione impossibile da immaginare in assenza di una posizione dominicale. L'art. 32, comma 2, come del resto l'art. 1994 c.c., non contiene disposizioni corrispondenti a quelle del 2° e del 3° comma dell'art. 1153: ma come la lacuna della disposizione codicistica si ritiene superabile in via interpretativa, altrettanto deve ritenersi per la lacuna della disposizione del decreto euro. Pertanto a colui che acquista la titolarità degli strumenti finanziari *ex art.* 32, comma 2, non sono opponibili diritti altrui sugli stessi strumenti finanziari, se tali diritti non risultano da una registrazione eseguita *ex art.* 34 e l'acquirente ne ignora senza colpa l'esistenza (BRIOLINI, *I vincoli sui titoli di credito*, cit., p. 327 s.); inoltre la tutela dell'acquisto avvenuto in buona fede, in base a titolo astrattamente idoneo e con l'ottenimento della registrazione, benché da un soggetto non legittimato, si applica non solo agli acquisti riguardanti la titolarità degli strumenti, ma anche a quelli che concernono diritti di usufrutto e di pegno sugli strumenti stessi.

considerazione all'interno della presente trattazione anche i titoli dematerializzati.

Dal punto di vista terminologico, poi, taluno ha preferito utilizzare l'espressione "valori scritturali" piuttosto che quella "titoli dematerializzati"⁶⁹. A questo proposito, a noi non sembra che si palesi alcuna difficoltà nell'utilizzare la parola "titolo" sia in un significato più ristretto che in uno più lato. Nel primo significato, che è quello tradizionale nel lessico del diritto commerciale, il termine è riferito al supporto cartaceo (la *chartula* per l'appunto) che documenta e incorpora il rapporto giuridico cartolare; in questo senso esso è impiegato dallo stesso art. 28, comma 1, d.lgs. n. 213 del 1998, ladove dispone che «Gli strumenti finanziari negoziati o destinati alla negoziazione nei mercati regolamentati non possono essere rappresentati da titoli». In un secondo, più ampio significato, invece, la parola titolo può essere impiegata senza difficoltà per indicare il supporto vuoi cartaceo, vuoi scritturale (cioè costituito dalla registrazione in ap-

Infine l'art. 33 stabilisce: «All'esercizio dei diritti inerenti agli strumenti finanziari da parte del soggetto in 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». Questa disposizione presenta, al confronto delle altre due sopra citate, maggiori discrepanze rispetto all'omologa disposizione contenuta all'interno della disciplina cartolare, che è quella dell'art. 1993 c.c. Tali discrepanze si manifestano sia in difetto che in eccesso. Infatti da un lato la ricordata disposizione non annovera, tra le eccezioni opponibili dall'emittente al soggetto che risulta beneficiario di una registrazione, quelle di forma, quelle fondate sul contesto letterale del titolo, nonché quelle che dipendono da falsità della firma, da difetto di capacità o di rappresentanza al momento dell'emissione, dalla mancanza delle condizioni necessarie per l'esercizio dell'azione. Dall'altro essa aggiunge tra le eccezioni opponibili, oltre a quelle personali al beneficiario della registrazione, anche quelle comuni a tutti gli altri titolari degli stessi diritti. Tutte queste differenze, sia quelle in difetto che quella in eccesso, sembrerebbero potersi spiegare alla luce della peculiare natura dei titoli che vengono in considerazione, i quali sono titoli dematerializzati e di massa. In particolare il carattere dematerializzato del titolo rende prive di significato le eccezioni di difetto di forma e quelle fondate sul contesto letterale del titolo (LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., p. 127); l'eccezione di falsità della firma e quelle di difetto di capacità o di rappresentanza al momento dell'emissione, invece, sembrano potersi comprendere tra le eccezioni «comuni a tutti», ed essere dunque opponibili dall'emittente anche nel regime scritturale; quanto infine all'eccezione di mancanza delle condizioni necessarie per l'esercizio dell'azione, essa si riferisce alla cambiale e agli assegni (tipiche ipotesi in cui essa può essere fatta valere sono, infatti, quelle della mancata elevazione del protesto, della tardiva presentazione del titolo per il pagamento, dell'inosservanza delle norme sul bollo), e dunque non v'è da meravigliarsi se non sia stata considerata in una disposizione che non riguarda titoli di questo genere. Alle differenze che l'art. 33 d.lgs. n. 213 del 1998 presenta rispetto all'art. 1993 c.c., e che abbiamo sinora illustrato, si aggiunge l'assenza nella prima disposizione di un enunciato normativo analogo al 2° comma della citata disposizione codicistica; tuttavia anche per tale assenza si può trovare una giustificazione, immaginando, com'è stato giustamente fatto in dottrina, che il legislatore deve avere ritenuto sufficientemente non plausibile un'ipotesi di acquisto dei titoli in danno del debitore, in un contesto in cui la negoziazione avviene in massa e per giunta tramite intermediari (LIBONATI, *op. loc. ult. cit.*).

Dell'art. 34, relativo alla costituzione dei vincoli, ci occuperemo diffusamente sia nel paragrafo seguente, nel quale ci soffermeremo in particolare sul 1° comma, sia nella sezione successiva, dove esamineremo invece il 2° comma.

⁶⁹ M. CIAN, *Titoli dematerializzati*, cit., p. 22 s., il quale però riconosce che l'espressione "titoli dematerializzati" appare capace di esprimere, diversamente dall'altra, il rapporto di almeno parziale identità tra i due fenomeni, e di dare conto della continuità che, seppure nella diversità, sussiste tra gli stessi.

positi conti), che documenta il rapporto e che, se non si può sempre dire che “incorpora” tale rapporto, stante l’esaminata impossibilità di configurare una posizione reale sulla registrazione in conto, tuttavia consente al rapporto stesso di circolare secondo i principi cartolari dell’autonomia reale e obbligatoria. In questa prospettiva, dunque, l’espressione titolo di credito indica sia il titolo cartaceo (titolo di credito nel significato più ristretto e tradizionale), sia il titolo c.d. dematerializzato o decartolarizzato. Per queste ragioni nella presente trattazione utilizzeremo l’espressione “titoli dematerializzati” piuttosto che quella “valori scritturali”.

La c.d. dematerializzazione totale ha inciso in modo significativo anche sulla configurazione dei rapporti tra i soggetti coinvolti nel relativo sistema, che sono venuti ad assumere una natura alquanto diversa rispetto a quella che rivestivano e rivestono tuttora nel sistema di deposito accentrato. In primo luogo il partecipante al sistema non è più comproprietario o compossessore di alcunché, ma ha la titolarità esclusiva degli strumenti finanziari iscritti nel suo conto⁷⁰. In secondo luogo non ci sono più un deposito dei titoli eseguito dal partecipante presso l’intermediario e un subdeposito dei medesimi titoli eseguito dall’intermediario presso la società di gestione, ma si deve ravvisare piuttosto, secondo alcuni, un mandato del partecipante verso l’intermediario ad accendere un conto e a svolgere l’attività di tenuta del conto medesimo, secondo altri invece un contratto di tipo nuovo o misto dal quale derivano per l’intermediario sia obblighi di gestione (come nel mandato), sia obblighi di tenuta delle registrazioni e di non alterazione delle medesime senza l’autorizzazione del cliente (analogamente a quanto accade nel deposito)⁷¹.

Venendo al profilo circolatorio, il trasferimento dei titoli dematerializzati opera, analogamente a quanto accade per i titoli immessi in un sistema di deposito accentrato, mediante scritturazioni di giro effettuate nei conti accesi per ogni intermediario presso la società di gestione, ai sensi dell’art. 30, comma 2, d.lgs. 213 del 1998⁷².

⁷⁰ Secondo M. CIAN, *Titoli dematerializzati*, cit., p. 133 ss., questa tesi si lascia preferire rispetto a quella della contitolarità degli strumenti finanziari.

⁷¹ Per la prima tesi v. LENER, *La «dematerializzazione» dei titoli azionari e il sistema Monte Titoli*, cit., p. 23; seppure con cautela CARRIERO, *La legge sulla dematerializzazione degli strumenti finanziari: tecniche giuridiche e obiettivi*, in *Foro it.* 1998, V, c. 315; SARTORI, *Dematerializzazione degli strumenti finanziari*, in *R. d. civ.* 1999, II, p. 284; la seconda tesi invece è stata proposta da M. CIAN, *op. loc. ult. cit.*

⁷² Qualora l’alienante e l’acquirente si avvalgano di intermediari diversi, si procede innanzi tutto ad una registrazione di primo livello, rispettivamente a debito e a credito, sui conti dei due intermediari presso la società di gestione, quindi ciascun intermediario coinvolto esegue una registrazione di secondo livello, sul

Anche riguardo ai titoli dematerializzati si ripropone la questione che ha affaticato e diviso la dottrina nell'ambito del sistema cartolare, quella cioè dell'applicabilità o meno del principio consensualistico ai contratti aventi ad oggetto valori scritturali; ci si chiede, in altre parole, se la registrazione in conto sia necessaria affinché si possa produrre il trasferimento dei valori scritturali, ovvero se a tal fine sia sufficiente la manifestazione del consenso tra le parti⁷³. Ribadiamo in questa sede l'opzione precedentemente espressa per la tesi consensualistica (v. *supra* par. precedente e par. 1), e affermiamo pertanto che a nostro avviso il trasferimento dei titoli dematerializzati si verifica per effetto del mero consenso, e che il compimento dell'operazione di giro, equipollente della *traditio* dei titoli cartacei, è necessario perché detto trasferimento possa avere gli effetti dell'autonomia sul piano obbligatorio (art. 33 d.lgs. 213 del 1998) e su quello reale (art. 32, comma 2, dello stesso decreto) che connotano il regime cartolare.

Ci si deve chiedere poi se per raggiungere gli effetti da ultimo indicati basti la scritturazione di giro, ovvero sia necessaria anche l'annotazione nel registro

conto del proprio cliente. Ma in talune ipotesi il sistema delle registrazioni risulta semplificato rispetto al modello appena descritto. In primo luogo può prospettarsi il caso in cui un intermediario compia delle negoziazioni per conto proprio, invece che per conto di un cliente: in questo caso l'intermediario agente in proprio non dovrà ovviamente provvedere ad alcuna registrazione (di secondo livello) ulteriore rispetto a quella (di primo livello) eseguita sul conto ad esso intestato presso la società di gestione, che dunque è senz'altro sufficiente. Infine si può configurare la situazione in cui il trasferimento avvenga tra clienti dello stesso intermediario: tale situazione consente una semplificazione ancora maggiore, perché permette di prescindere totalmente dalle registrazioni che abbiamo chiamato di primo livello, presso la società di gestione accentrata, e di eseguire soltanto le registrazioni di secondo livello nei conti presso l'intermediario intestati ai clienti coinvolti.

La registrazione necessaria perché possa trovare applicazione la disciplina degli artt. 32 e 33 d.lgs. n. 213 del 1998 è, nelle prime due ipotesi sopra prospettate, quella nel conto dell'intermediario beneficiario presso la società di gestione, nella terza ipotesi, invece, quella nel conto del cliente beneficiario presso l'intermediario (LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., p. 131).

⁷³ In quest'ultimo senso SPADA, *La circolazione della «ricchezza assente» alla fine del millennio (riflessioni sistematiche sulla dematerializzazione dei titoli di massa)*, in *Banca, borsa e tit. cred.* 1999, I, p. 419 s.; BUSANI-CANALI, *Strumenti finanziari dematerializzati: circolazione, vincoli e conferimento in fondo patrimoniale*, in *Riv. not.* 1999, p. 1070 ss. *Contra* M. CIAN, *op. ult. cit.*, p. 220 ss., in particolare p. 306 ss., secondo il quale il contratto traslativo di valori scritturali è un contratto consensuale ad effetti meramente obbligatori, poiché da esso scaturisce l'obbligo, in capo all'alienante, di dare corso all'operazione di giro necessaria perché l'acquirente possa acquistare la titolarità dei valori medesimi, operazione di giro che si realizzerà con l'accredito di tali valori sul conto dell'intermediario beneficiario, ad opera della società di gestione, restando per contro irrilevante il successivo accredito sul conto del cliente acquirente presso l'intermediario beneficiario. In proposito si è osservato però che gli strumenti finanziari potrebbero essere acquistati dall'intermediario per conto di una pluralità di clienti, per cui, se si volesse aderire alla tesi da ultimo prospettata, che nega che il trasferimento degli strumenti si possa perfezionare in forza del mero consenso, non si potrebbe ritenere sufficiente l'annotazione nel conto dell'intermediario, poiché questa non consente di individuare le quantità di strumenti finanziari di pertinenza di ciascun cliente, ma si dovrebbe considerare necessaria anche la successiva annotazione nel conto di ciascun cliente (BRIOLINI, *I vincoli sui titoli di credito*, cit., p. 349 s., nota 159).

dell'emittente, espressamente prevista dalla legge, che prescrive a tal fine che l'intermediario comunichi all'emittente stesso i nominativi degli aventi diritto sugli strumenti finanziari (all'art. 31, comma 1, lett. c, d.lgs. 213/98). Assumendo la medesima posizione tenuta riguardo ai titoli cartacei in deposito accentrato (v. par. precedente), riteniamo che gli effetti dell'autonomia sul piano obbligatorio e reale dell'acquisto dei titoli dematerializzati derivino dal mero compimento dell'operazione di giro, e non dalla successiva annotazione nel registro dell'emittente⁷⁴.

Oltre al profilo relativo alla circolazione, ve n'è un altro che riveste considerevole importanza nella prospettiva dell'analisi dell'usufrutto su titoli dematerializzati, quello cioè che attiene alla modalità con la quale devono essere esercitati i diritti patrimoniali e non patrimoniali inerenti al titolo.

La titolarità di questi diritti spetta a chi è legittimo titolare degli strumenti finanziari, la legittimazione all'esercizio invece fa capo a chi è intestatario di una registrazione a suo favore, ai sensi dell'art. 32, comma 1, d.lgs. 213 del 1998 (sul quale v. *amplius supra* in nota nel presente paragrafo).

Venendo poi alla modalità di esercizio dei diritti inerenti ai titoli dematerializzati, occorre distinguere tra diritti patrimoniali e diritti non patrimoniali. Quanto ai primi, l'art. 30, comma 1, d.lgs. n. 213 del 1998 prescrive che il loro esercizio «può effettuarsi soltanto tramite intermediari autorizzati». I secondi invece possono essere esercitati direttamente dall'intestatario della registrazione, dietro l'esibizione di una certificazione non trasferibile rilasciata dall'intermediario sulla base delle risultanze dei conti accesi presso di lui (art. 31, comma 1, lett. b), il cui deposito «sostituisce, ad ogni effetto, il deposito del titolo previsto da normative vigenti» (art. 31, comma 2).

6.3. LA COSTITUZIONE DELL'USUFRUTTO SU TITOLI IN GESTIONE ACCENTRATA (CARTACEI E DEMATERIALIZZATI).

⁷⁴ Lo stesso LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., p. 132 s., che a proposito del sistema di deposito accentrato aveva sostenuto la tesi della rilevanza dell'annotazione nel registro dell'emittente ai fini della vicenda circolatoria del titolo (v. par. precedente in nota), svaluta tale annotazione nel sistema di dematerializzazione totale, attribuendole rilievo non sotto il profilo dell'efficacia del trasferimento, bensì sotto altri profili come ad esempio l'applicazione della disciplina delle partecipazioni reciproche tra società ex art. 121 t.u.f. L'autore osserva altresì che, nonostante sembri trarsi l'impressione che tutti i titoli dematerializzati siano nominativi, si possono individuare dei titoli che lo sono meno, come ad esempio quelli obbligazionari e gli altri titoli di debito, per i quali la legge non prescrive alcuna comunicazione all'emittente.

Dopo avere illustrato brevemente, nei paragrafi precedenti, i due sistemi di gestione accentrata di strumenti finanziari previsti dal nostro ordinamento – quello riguardante strumenti finanziari cartacei immessi in deposito accentrato e quello riguardante strumenti finanziari dematerializzati –, e dopo avere precisato che ai fini della presente trattazione rilevano solo gli strumenti finanziari che sono anche titoli di credito, passiamo ad analizzare la costituzione dell'usufrutto su titoli immessi in questi due sistemi. Poiché i sistemi di gestione accentrata riguardano una parte considerevole dei titoli di massa, e poiché i titoli di questo genere sono quelli che si prestano maggiormente a costituire oggetto di usufrutto, come abbiamo evidenziato nella prima sezione di questo capitolo, risulta evidente che l'analisi che ci apprestiamo ad intraprendere riveste particolare importanza.

Ci interrogheremo innanzi tutto sulla stessa possibilità di costituire un usufrutto su titoli in gestione accentrata, per poi esaminare le modalità con le quali l'usufrutto deve essere costituito.

La possibilità di costituire l'usufrutto su titoli immessi in un sistema di gestione accentrata deve essere vagliata separatamente per i titoli in deposito accentrato e per quelli dematerializzati.

Per i titoli in deposito accentrato il riconoscimento della predetta possibilità appare agevole. Infatti, poiché la situazione che si viene a creare a seguito dell'immissione dei titoli nel sistema è quella di una comproprietà per quantità tra i depositanti, non sembra presentarsi nessuna difficoltà nell'ammettere che ciascuno dei depositanti possa costituire un usufrutto sulla quantità di titoli di cui è proprietario. Se poi la costituzione dell'usufrutto è effettuata da un soggetto non legittimato, in quanto possessore dei titoli immessi nel sistema ma non proprietario degli stessi, l'usufrutto dovrà ritenersi comunque costituito efficacemente in forza del combinato disposto dell'art. 1153, comma 3, c.c., dell'art. 1994 c.c. e dell'art. 86, comma 2, t.u.f., nella parte in cui dispone che il trasferimento dei titoli secondo il regime di deposito accentrato «produce gli effetti del trasferimento secondo la disciplina legislativa della circolazione degli strumenti finanziari», purché naturalmente ricorrano i presupposti necessari affinché possa operare il principio del possesso vale titolo.

Per quanto riguarda invece i titoli dematerializzati, il riconoscimento della possibilità di costituire un usufrutto su di essi potrebbe sembrare più problematico. Abbia-

mo sottolineato che nel sistema della dematerializzazione il rapporto “cartolare” non è collegato con la proprietà di un documento cartaceo, bensì con la titolarità di un conto in cui i titoli sono registrati. Proprio questa circostanza potrebbe generare qualche dubbio in merito alla possibilità di configurare un usufrutto su titoli di questo genere, perché si potrebbe pensare che, mancando un diritto di proprietà su una cosa materiale, di riflesso risulti impossibile costituire un usufrutto.

Questi dubbi però dovrebbero essere fugati se si accogliesse la proposta che abbiamo avanzato di qualificare la situazione giuridica del titolare di titoli dematerializzati come diritto patrimoniale assoluto affine al diritto patrimoniale d'autore e al diritto dell'inventore, assimilabile pertanto al diritto di proprietà.

Se poi si volesse ravvisare nella fattispecie in esame un diritto soggettivo di natura diversa, nemmeno questo dovrebbe rappresentare un ostacolo alla possibilità che il titolare di questo diritto ne disponga costituendo su di esso un usufrutto a beneficio di un terzo, alla luce delle argomentazioni che abbiamo sviluppato nel primo capitolo di questo lavoro per cercare di dimostrare che anche un diritto può costituire oggetto di usufrutto.

Infine un argomento a favore dell'ammissibilità dell'usufrutto su titoli dematerializzati si può ricavare dalla circostanza che di tale ammissibilità non si dubita riguardo al pegno, che del resto nella pratica è frequentemente costituito su titoli di questo genere.

Dunque si deve concludere nel senso che è senz'altro possibile costituire un usufrutto su titoli dematerializzati.

Se poi la costituzione dell'usufrutto è effettuata da soggetto non legittimato, in quanto beneficiario di una registrazione ma non titolare dei titoli a lui intestati, allora l'usufrutto dovrà ritenersi ugualmente costituito in forza del combinato disposto dell'art. 1153, comma 3, c.c., dell'art. 1994 c.c. e dell'art. 32, comma 2, d.lgs. 213 del 1998, sempre che naturalmente sia eseguita la scritturazione di giro a favore dell'usufruttuario, e ricorrano la buona fede di questi e un titolo astrattamente idoneo alla costituzione dell'usufrutto.

Dopo avere verificato l'ammissibilità dell'usufrutto su titoli immessi in un sistema di gestione accentrata (cartacei e dematerializzati), ci si deve interrogare sulle modalità con le quali si costituisce l'usufrutto su tali titoli. È possibile affrontare il pro-

blema trattando congiuntamente sia dei titoli dematerializzati che di quelli non dematerializzati immessi in deposito accentrato, perché la disciplina che ad essi si applica è la medesima: infatti l'art. 87, comma 1, d.lgs. n. 58 del 1998, a seguito della modifica apportata dall'art. 11, comma 1, d.lgs. n. 170 del 2004, per la disciplina dei vincoli su strumenti finanziari in gestione accentrata rinvia al disposto dell'art. 34 d.lgs. n. 213 del 1998, che riguarda gli strumenti finanziari dematerializzati⁷⁵.

Il citato art. 34 dispone, al 1° comma, che «i vincoli di ogni genere su tali titoli», tra i quali si deve ritenere compreso l'usufrutto, «si costituiscono unicamente con le registrazioni in apposito conto tenuto dall'intermediario», che deve contenere le indicazioni previste dall'art. 34 del regolamento Banca d'Italia-Consob del 22.2.2008. Dunque gli intermediari devono tenere distinti gli strumenti liberi da quelli vincolati, aprendo più conti a nome dello stesso cliente, e più sottoconti se gli strumenti finanziari intestati allo stesso cliente sono di specie diverse⁷⁶.

Avendo aderito alla tesi consensualistica, riteniamo che la costituzione dell'usufrutto su titoli in deposito accentrato e su titoli dematerializzati abbia effetto in virtù del mero consenso, e che il compimento dell'operazione di giro, equipollente della *traditio* dei titoli cartacei non immessi in gestione accentrata, sia necessario perché la costituzione del predetto diritto possa avere gli effetti dell'autonomia sul piano obbligatorio e su quello reale – effetti previsti, per i titoli cartacei in deposito accentrato, dagli artt. 1993 e 1994 c.c., ai quali l'art. 86, comma 2, t.u.f., implicitamente rinvia, e per i ti-

⁷⁵ Invero l'art. 87, comma 1, d.lgs. n. 58 del 1998, si occupa anche di regolare la sorte dei vincoli che già esistevano su titoli al momento della loro immissione nella gestione accentrata, disponendo che, nel momento in cui avviene la predetta immissione, le annotazioni di tali vincoli esistenti sui titoli si debbono considerare come non apposte, e i vincoli si trasferiscono «sui diritti del depositante». La disposizione ha cura di precisare altresì che il meccanismo descritto si svolge «senza effetti novativi», senza cioè che il vincolo sui diritti del depositante possa considerarsi nuovo rispetto al preesistente vincolo sul titolo, poiché da ciò discenderebbero gravi conseguenze per il titolare del vincolo, rappresentate sia dall'esposizione della costituzione del vincolo stesso ad eventuali revocatorie, sia, qualora si tratti di pegno, dall'onere di rinnovare le formalità richieste per la costituzione della garanzia e per il sorgere del diritto di prelazione, considerato che l'art. 2787, co. 3, c.c. prescrive che ai fini dell'operatività della prelazione il pegno contenga una «sufficiente indicazione» della cosa oggetto di pegno.

⁷⁶ Riguardo ai titoli cartacei in deposito accentrato, si è osservato che è sempre possibile fare uscire i titoli dal sistema, sottoporli al vincolo secondo le regole cartolari e poi reimmetterli nel sistema, trasferendo il vincolo dal titolo ai diritti del depositante, ai sensi dell'art. 87, 1° comma, t.u.f. Il procedimento, di massima inutile e macchinoso, potrebbe preferirsi quando sussistano dubbi sulla legittimazione del depositante alla costituzione del vincolo, dubbi che il predetto procedimento permette di verificare, perché se la società di gestione restituisce il titolo al depositante, allora l'affidamento del terzo beneficiario del vincolo sulla legittimità del possesso di costui risulta giustificato (PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, cit., p. 372).

tolì dematerializzati dall'art. 32, comma 2 e dall'art. 33 d.lgs. 213 del 1998 –⁷⁷.

Se si tratta di titoli al portatore, la scritturazione nell'apposito conto presso l'intermediario è sufficiente per attribuire alla costituzione del vincolo gli effetti tipici del sistema cartolare.

Se invece si tratta di titoli nominativi, occorre tenere conto che sia per i titoli in gestione accentrata (art. 87, comma 4, t.u.f.) che per i titoli dematerializzati (art. 34, comma 3, d.lgs. n. 213 del 1998), la legge impone di comunicare l'avvenuta registrazione all'emittente⁷⁸, all'evidente scopo di consentirgli di provvedere alla relativa annotazione del vincolo nel proprio registro (come espressamente prevede l'art. 87, comma 2, t.u.f.). Infatti l'art. 25, comma 6, regolamento cit., dispone che nel libro dei soci gli emittenti mantengono evidenza delle predette comunicazioni indicando il titolare degli strumenti finanziari, il beneficiario del vincolo, la natura del vincolo, la quantità degli strumenti vincolati e la data di costituzione, modificazione ed estinzione del vincolo. Si deve ritenere che lo stesso valga per il libro delle obbligazioni e per il libro degli strumenti finanziari collegati alla costituzione di un patrimonio destinato a uno specifico affare, nei quali rispettivamente l'art. 2421, comma 1, n. 2, e l'art. 2447 *sexies* impongono di registrare i vincoli.

Si ripropone al riguardo lo stesso interrogativo che si era profilato a proposito del trasferimento dei titoli nominativi, se cioè l'annotazione nel registro dell'emittente sia necessaria per la costituzione del vincolo con gli effetti propri del regime cartolare; ribadendo la posizione espressa precedentemente in merito al trasferimento, riteniamo che a questo interrogativo si debba rispondere negativamente⁷⁹.

⁷⁷ *Contra*, nel senso che la costituzione di vincoli si perfezionerebbe con la registrazione nel conto vincoli aperto presso l'intermediario, LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., p. 131.

⁷⁸ Secondo PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, cit., p. 374 s., la comunicazione della costituzione del vincolo dall'intermediario all'emittente non sarebbe automatica, ma dovrebbe avvenire su richiesta del beneficiario del vincolo, che avrebbe un onere in tal senso.

⁷⁹ *Contra* PARTESOTTI, *op. ult. cit.*, p. 375, secondo il quale l'iscrizione nel registro dell'emittente manterrebbe gli effetti che le sono tipici nel regime cartolare; OPPO, *op. cit.*, p. 16, il quale ritiene che non sia possibile attribuire all'annotazione del vincolo nel registro dell'emittente lo stesso senso che l'autore attribuisce all'annotazione del trasferimento del titolo (v. par. 6.1 in nota), e afferma che la prima servirebbe a rendere opponibile il vincolo all'emittente; ANGELICI, *op. cit.*, *sub* art. 2352, p. 224, il quale, nel vigore della legge n. 289 del 1986, e avendo riguardo ai titoli azionari, sostiene che la scritturazione di giro deve ritenersi di per sé idonea a costituire il vincolo, mentre l'annotazione nel registro dell'emittente (nella specie costituito dal libro dei soci) fungerebbe soltanto da requisito di opponibilità; BRIOLINI, *I vincoli sui titoli di credito*, cit., p. 344 ss., testo e nota 149, il quale afferma che i vincoli di fonte convenzionale, tra i quali si annovera l'usufrutto, si costituiscono per effetto del semplice consenso tra le parti, e che

Alla luce del meccanismo descritto di costituzione dell'usufrutto sui titoli in deposito accentrato e sui titoli dematerializzati, il dovere di investitura che il nudo proprietario ha nei confronti dell'usufruttuario non postula la trasmissione del possesso prevista dall'art. 982 c.c., ma consiste nel dovere di attivarsi presso l'intermediario per l'esecuzione della registrazione nell'apposito conto vincoli dell'intermediario stesso, ai sensi dell'art. 34, comma 1, d.lgs. 213 del 1998.

Giova chiarire che, nel silenzio della legge e del regolamento 22.2.2008 sul punto, anche la modificazione e l'estinzione dell'usufrutto devono essere annotate nel conto vincoli presso l'intermediario, con gli stessi effetti dell'annotazione della costituzione, e devono poi essere comunicate dall'intermediario all'emittente perché questi a sua volta provveda all'annotazione nel proprio registro, anche in questo caso con gli stessi effetti dell'annotazione della costituzione⁸⁰.

Del 2° comma dell'art. 34 d.lgs. n. 213 del 1998, che introduce in modo rivoluzionario la possibilità di costituire un vincolo "rotativo" su un insieme di titoli in gestione accentrata, ci occuperemo in seguito.

In questa sede è opportuno evidenziare che la costituzione dell'usufrutto su titoli immessi in gestione accentrata non dà luogo agli inconvenienti che discendono dalla costituzione dell'usufrutto su titoli al portatore o all'ordine.

In particolare, quanto al rischio che l'usufruttuario alieni i titoli a un terzo di buona fede che, ottenuta la registrazione in suo favore, possa maturare un acquisto a titolo originario in forza dell'art. 1994 c.c. o dell'art. 32, comma 2, d.lgs. 213 del 1998, esso è fortemente attenuato grazie alla registrazione dell'usufrutto nell'apposito conto istituito presso l'intermediario. Eseguita tale registrazione, infatti, l'intermediario non potrà dare seguito a un eventuale ordine di alienazione dei titoli proveniente dall'usufruttuario, perché gli consta positivamente il difetto di legittimazione di costui; qualora l'intermediario desse illegittimamente esecuzione a tale ordine, il terzo di buona fede acquisterebbe i titoli, ma l'originario titolare potrebbe chiedere il risarcimento del danno all'intermediario stesso.

Quanto alle difficoltà che il nudo proprietario incontra nell'alienare il proprio di-

l'annotazione servirebbe ad attribuire all'usufruttuario la legittimazione all'esercizio dei diritti a lui spettanti.

⁸⁰ Cfr. PARTESOTTI, *op. ult. cit.*, p. 375 s.

ritto, esse non sembrano sussistere se i titoli sono in gestione accentrata, poiché il terzo acquirente può ottenere una registrazione in suo favore, che gli garantisce la sicurezza dell'acquisto.

Quanto infine al rischio che l'usufruttuario eserciti diritti patrimoniali e non patrimoniali che a lui non spettano, occorre considerare che, una volta eseguita la registrazione nel conto vincoli a beneficio dell'usufruttuario, questi è legittimato ad esercitare solamente i diritti di cui è effettivamente titolare, cosicché si ottiene una perfetta corrispondenza tra la legittimazione "scritturale" e la titolarità sostanziale. I diritti patrimoniali (diritti ai frutti dei titoli) sono esercitati per il tramite dell'intermediario, invece i diritti amministrativi (voto e diritti amministrativi diversi dal voto) sono esercitati direttamente dall'usufruttuario, dietro esibizione della certificazione rilasciata dall'intermediario (v. *amplius* la sezione II di questo capitolo).

Il titolare di titoli in gestione accentrata è dunque meno esposto ad abusi rispetto all'usufruttuario di quanto lo sia il nudo proprietario di titoli al portatore o di titoli all'ordine, e pertanto la garanzia dovuta dall'usufruttuario ai sensi dell'art. 1002, comma 3, c.c., è inferiore.

SEZIONE IV – L'USUFRUTTO ROTATIVO

1. Il problema della rotatività dell'usufrutto.

Prendiamo in considerazione ora l'ipotesi in cui un soggetto abbia un c.d. portafoglio di titoli di massa, del quale intenda poter disporre con rapidità, alienando i titoli che ne fanno parte – ad esempio nell'eventualità in cui si rivelino infruttiferi, oppure si presenti l'occasione di lucrare una plusvalenza approfittando di una congiuntura favorevole del mercato – e acquistando titoli nuovi. Occorre chiedersi cosa accada, in un caso simile, se il titolare del portafoglio concede in usufrutto i titoli che ne fanno parte.

Da un punto di vista economico non è funzionale ritenere che, in conseguenza della costituzione del predetto vincolo, i titoli debbano rimanere nel portafoglio del nudo proprietario per tutta la durata dell'usufrutto, senza che di essi si possa disporre.

Non è funzionale nemmeno il regime ordinario dell'usufrutto di cose, per il quale il nudo proprietario può disporre solo della nuda proprietà: infatti se i titoli sono al portatore o all'ordine, l'alienazione della nuda proprietà è molto difficile nella pratica, perché oltremodo rischiosa per l'acquirente; se i titoli sono nominativi o in gestione accentrata, l'alienazione della nuda proprietà risulta meno rischiosa per l'acquirente, ma comunque è assai più difficoltosa dell'alienazione della proprietà piena (v. sezione precedente).

Per rendere più facile l'alienazione dei titoli, il nudo proprietario dovrebbe ottenere il consenso dell'usufruttuario alla liberazione dei titoli stessi dall'usufrutto, in modo da renderli appetibili sul mercato, e costituire l'usufrutto su altri titoli in sostituzione dei precedenti. A tale fine però sarebbe necessario innanzi tutto provvedere alla cancellazione del vincolo sui titoli originari, e successivamente stipulare un nuovo negozio costitutivo di usufrutto, accompagnato dalle formalità necessarie per fare risultare il vincolo sui nuovi titoli. Questa operazione si dovrebbe ripetere ad ogni successiva sostituzione dei titoli gravati da usufrutto e dunque potrebbe rendersi necessaria molte volte, considerato che la gestione di portafogli di titoli di credito può portare a una frequente sostituzione dei titoli. È evidente pertanto che il procedimento descritto è intollerabilmente farraginoso per le esigenze degli affari, oltre che considerevolmente costoso (si pensi solamente al fatto che, se i titoli sono nominativi, per eseguire la doppia annotazione

dell'usufrutto è necessario disporre di un atto autentico).

Per consentire al nudo proprietario di alienare con maggiore facilità i titoli che gli appartengono, evitando gli inconvenienti della stipulazione di un nuovo negozio costitutivo di usufrutto, si potrebbe immaginare un meccanismo introdotto convenzionalmente dalle parti in virtù del quale, con l'alienazione dei titoli originariamente costituiti in usufrutto, quest'ultimo non continui a gravare sui predetti titoli individualmente considerati, ma si trasferisca sui nuovi titoli che vengono acquistati in loro vece, senza che sia necessario stipulare un nuovo negozio costitutivo.

La possibilità di alienare i titoli facenti parte del portafoglio gravato da usufrutto, e di sostituirli con altri, corrisponde anche all'interesse dell'usufruttuario. Infatti, se la gestione è efficiente, grazie ad essa possono diventare oggetto dell'usufrutto titoli maggiormente remunerativi rispetto a quelli originari, con la conseguenza che l'usufruttuario verrà a beneficiare di interessi e/o di utili più consistenti; oppure possono essere acquistati titoli che danno maggiori premi o altre utilità aleatorie, che costituiscono un vantaggio diretto per il nudo proprietario, perché si considerano come incrementi del capitale, ma in via indiretta possono giovare anche all'usufruttuario, perché se il capitale aumenta cresce anche il valore del bene (cosa materiale, credito, titoli) che potrà essere acquistato mediante il suo reimpiego, sul quale si trasferirà l'usufrutto.

Inoltre v'è da tenere in considerazione che l'usufruttuario, qualora per sostituire i titoli gravati da usufrutto dovesse provvedere alla rinnovazione delle formalità richieste per la costituzione del vincolo, incorrerebbe anche nel rischio che tale sostituzione venisse colpita da revocatorie ordinarie o fallimentari. Evidentemente si tratta di un rischio più frequente se i titoli sono gravati da pegno, essendo quest'ultimo usualmente legato ad un'operazione di finanziamento, ma non si può affatto escludere che il medesimo si possa presentare anche nel caso di usufrutto. Si pensi ad esempio al caso in cui un soggetto doni alla moglie l'usufrutto su un proprio portafoglio di titoli, e dopo una decina di anni, durante i quali i titoli sono stati più volte sostituiti con altri, si trovi esposto a grossi debiti che non è in grado di soddisfare. In questo caso, se si ritenesse che la sostituzione dei titoli gravati possa avvenire soltanto con l'estinzione dell'usufrutto originario e la costituzione di un altro usufrutto sui nuovi titoli, i creditori del marito potrebbero revocare *ex art. 2901 c.c.* l'ultimo e più recente atto costitutivo dell'usufrutto, e successivamente espropriare i titoli come se fossero liberi. Ammettendo invece che le parti possano consentire, nell'atto costitutivo o in un atto separato, la

parti possano consentire, nell'atto costitutivo o in un atto separato, la sostituzione dei titoli gravati con automatico trasferimento dell'usufrutto sui nuovi titoli, vi sarebbe un solo atto costitutivo dell'usufrutto, che non potrebbe essere revocato, essendo ormai decorso il termine di prescrizione quinquennale di cui all'art. 2903 c.c.

Al fine di verificare l'ammissibilità di un meccanismo di sostituzione dei titoli oggetto di usufrutto con automatico trasferimento del vincolo dai titoli originari a quelli nuovi, e al fine di chiarire la struttura giuridica di tale meccanismo, è necessario prendere in considerazione distintamente i diversi rapporti che si possono instaurare tra il titolare del portafoglio, interessato a effettuare un'operazione di investimento concernente detti titoli, e l'intermediario attraverso il quale si realizza l'operazione stessa.

a) Può accadere che l'investitore si riservi ogni decisione sull'oggetto e sulle modalità di esecuzione dell'incarico in termini di quantità, prezzo e tempo: in questo caso l'attività svolta dall'intermediario è configurabile alla stregua di un'esecuzione di ordini per conto del cliente (art. 1, comma 5, lett. *b*, t.u.f., come modificato dal d.lgs. n. 164 del 2007, attuativo della direttiva comunitaria Mifid 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che ha così modificato l'originaria denominazione di negoziazione per conto terzi) o di una ricezione e trasmissione di ordini provenienti dal cliente stesso (art. 1, comma 5, lett. *e*, t.u.f.)¹. L'attività di esecuzione di ordini per conto del cliente (già negoziazione per conto terzi) è riconducibile al mandato, se comporta la sottoscrizione di titoli di nuova emissione, oppure più specificamente alla commissione, se comporta l'acquisto o la vendita di titoli già emessi². L'attività di ricezione e trasmissione di ordini invece, detta anche attività di *remise*, consiste nel trasmettere quale semplice *nuncius* la volontà dell'investitore a un soggetto che svolge professionalmente attività di negoziazione³, il quale provvederà ad eseguire l'ordine trasmessogli.

La qualificazione non muta se il cliente rinuncia a definire alcuni aspetti dell'investimento da compiere e ne rimette la determinazione all'intermediario, mantenendo però la facoltà di decidere sull'oggetto dell'investimento stesso⁴.

¹ VALENTINO, in *Comm. breve al codice civile. Leggi complementari*, cit., p. 790 s.

² CORSI-ENRIQUES, *op. cit.*, p. 241 s.; ENRIQUES, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano 1998, *sub* art. 1, comma 5, p. 20.

³ CORSI-ENRIQUES, *op. cit.*, p. 244. Cfr. anche GALGANO-ZORZI, *Tipologia dei contratti fra intermediario e risparmiatore*, in *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, a cura di Galgano e Visintini, in *Tratt. Galgano*, XLIII, Padova 2006, p. 64.

⁴ VALENTINO, *op. loc. cit.*

Nell'ipotesi che si è descritta il cliente conserva la proprietà degli strumenti finanziari fintantoché viene eseguito l'ordine di vendita da lui impartito, e consegue la proprietà degli strumenti che l'intermediario acquista in esecuzione di un suo ordine⁵.

Parte della giurisprudenza di merito qualifica il contratto di investimento come un contratto quadro, e i singoli ordini impartiti dal cliente all'intermediario come tante proposte di contratti di investimento, da formulare e da accettare per iscritto ai sensi dell'art. 23, comma 1, t.u.f.⁶.

Un diverso orientamento ritiene invece che il contratto di investimento debba essere inquadrato nello schema codicistico del contratto di conto corrente bancario di cui all'art. 1852 ss. c.c., che viene qualificato come un contratto misto di conto corrente e di mandato⁷. Il contratto di investimento integrerebbe in sostanza un mandato ad acquistare e a vendere strumenti finanziari, impiegando per gli acquisti la provvista costituita dalle somme presenti nel conto corrente del cliente, e versando sullo stesso conto le somme rivenienti dalle vendite. In questa prospettiva, i singoli ordini impartiti dal cliente all'intermediario non costituiscono distinti contratti, ma devono qualificarsi come istruzioni rivolte dal cliente-mandante all'intermediario-mandatario, nel senso dell'art. 1711 c.c., e dunque non devono essere accettati dall'intermediario, tantomeno per iscritto; a sua volta, l'esecuzione di tali ordini da parte dell'intermediario si estrinseca nel compimento di atti negoziali unilaterali, che costituiscono negozi di attuazione del contratto di investimento, nel quale trovano la loro causa⁸.

In presenza di un rapporto di investimento del tipo appena descritto, sorge l'interrogativo se l'usufruttuario e il nudo proprietario possano concordemente attribuire

⁵ Anche se il mandato non è accompagnato dal conferimento del potere rappresentativo, gli acquisti di titoli compiuti dall'intermediario-mandatario in nome proprio e per conto del cliente producono effetti direttamente nella sfera del cliente-mandante, poiché i titoli devono essere considerati alla stregua di beni mobili e pertanto ad essi si applica l'art. 1706 c.c. (GALGANO-ZORZI, *op. cit.*, p. 67).

⁶ Trib. Milano, 25 luglio 2005, in *Danno e resp.* 2005, p. 1227, con nota di Dellacasa; Trib. Genova, 18 aprile 2005, in *Danno e resp.* 2005, p. 604; Trib. Mantova, 1 dicembre 2004, in *Danno e resp.* 2005, p. 614.

⁷ La giurisprudenza qualifica il contratto di conto corrente bancario come un contratto innominato misto, avente in parte gli elementi del mandato, che sono dominanti, e in parte quelli del deposito bancario o dell'anticipazione o dell'apertura di credito: vedi Cass. 23 giugno 1982, n. 815; Cass. 11 dicembre 1978, n. 5836; Cass. 6 dicembre 1974, n. 4043, Cass. 23 giugno 1972, n. 2089; Cass. 21 dicembre 1971, n. 3701; Cass. 9 ottobre 1971, n. 2793; Cass. 15 dicembre 1970, n. 2685; Cass. 3 ottobre 1968, n. 3637.

⁸ GALGANO-ZORZI, *op. cit.*, p. 66 ss., che assimilano il rapporto tra i singoli ordini e il contratto di investimento al rapporto che intercorre tra il c.d. castelletto di sconto e le singole operazioni di sconto, o tra il rapporto di *factoring* e le singole cessioni di crediti; Trib. Rovereto, 18 gennaio 2006, in *Contratto e im-*

al secondo il potere di impartire all'intermediario ordini di vendita dei titoli gravati dall'usufrutto, con l'obbligo però di reintegrare il valore del portafoglio, facendo seguire all'esecuzione di tali ordini altri ordini di acquisto di nuovi titoli, che vengano automaticamente assoggettati all'usufrutto in sostituzione dei precedenti.

Lo stesso interrogativo si pone riguardo al caso in cui l'accordo tra le parti attribuisca all'usufruttuario, anziché al nudo proprietario, la facoltà di impartire ordini di vendita e il relativo obbligo di impartire ordini di acquisto. A proposito di questa eventualità però occorre considerare che, poiché la facoltà di disporre dei titoli compete sempre al nudo proprietario (v. *supra*, sez. II, par. 2.7), l'intermediario è tenuto a non dare seguito a un ordine di disposizione proveniente dall'usufruttuario, a meno che il nudo proprietario conferisca a quest'ultimo una procura (nel qual caso l'intermediario non può rifiutare di eseguire il predetto ordine) oppure incarichi l'intermediario di ottemperare anche agli ordini dell'usufruttuario (nel qual caso l'intermediario è tenuto ad eseguire gli ordini dell'usufruttuario solo se accetta, anche *per facta concludentia*, questo specifico incarico).

b) Se invece il cliente si priva della facoltà di decidere sull'oggetto dell'investimento e affida anche tale scelta all'intermediario, allora il rapporto non si configura più come un'esecuzione oppure una ricezione e trasmissione di ordini, bensì come una gestione su base individuale di un portafoglio di investimento (gestione che è oggetto, oltre che della disciplina generale degli artt. 21-23 t.u.f., riguardanti tutti i servizi di investimento, anche della specifica disciplina del successivo art. 24). Il cliente conserva comunque un importante potere decisionale, poiché a lui è rimessa la scelta della c.d. linea di gestione, cioè delle categorie di strumenti finanziari sulle quali l'intermediario può investire. Tale scelta si colloca in una fase antecedente rispetto a quella di effettiva esecuzione delle operazioni, e non riguarda specifici strumenti finanziari ma generiche categorie. All'interno delle linee di gestione prescelta, l'intermediario può compiere ogni tipo di operazione, con la più ampia discrezionalità e autonomia operativa, senza che debba ottenere il preventivo assenso da parte del cliente.

Già la sezione A dell'allegato alla direttiva 1993/22/CE contemplava, tra i servizi finanziari, la «gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di inve-

presa 2006, p. 578; Trib. Mantova, 12 novembre 2004, in *Danno e resp.* 2005, p. 614, con nota di Roppo; Trib. Venezia, 22 novembre 2004, *ibidem*.

stimento nell'ambito di un mandato conferito dagli investitori, qualora tali portafogli includano uno o più strumenti contemplati nella sezione B». Con riguardo a tale definizione, la Corte di Giustizia delle Comunità Europee aveva chiarito che la nozione di gestione presuppone che l'attività sia svolta «nell'ambito di un mandato con cui l'investitore abilita un'impresa di investimento ad adottare decisioni di investimento per suo conto» e «su base discrezionale e individualizzata», ciò implicando che l'impresa di investimento deve potere «adottare decisioni discrezionali, pur rispettando le scelte strategiche dell'investitore»⁹. Una definizione pressoché identica a quella contenuta nella predetta direttiva è adottata dalla successiva direttiva Mifid e dall'art. 1, comma 5 *quinquies*, t.u.f., introdotto dal d.lgs. n. 164 del 2007 che le ha dato attuazione, il quale per l'appunto definisce la «gestione di portafogli» come «la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti».

All'intermediario spetta inoltre, com'è logico, il compimento delle attività necessarie affinché le scelte da lui assunte siano tradotte in termini operativi, mediante trasmissione dei relativi ordini o diretta esecuzione dei medesimi¹⁰.

Nell'ambito della gestione individuale di portafogli di investimento, l'art. 24, comma 1, lett. *a*, t.u.f.¹¹, attribuisce al cliente il potere di «impartire istruzioni vincolanti in ordine alle operazioni da compiere». Il cliente ha dunque la possibilità, impartendo queste istruzioni, di intervenire nel rapporto gestorio inserendovi elementi propri

⁹ Corte di Giustizia delle Comunità Europee 21 novembre 2002, n. 356/00, in *Guida al dir.* 2002, fasc. 47, p. 100, n. CORRADO.

¹⁰ COSTI-ENRIQUES, *op. cit.*, p. 245; LENER, *I contratti di gestione*, in *Studi in onore di Antonio Pavone La Rosa*, I, t. 2, Milano 1999, p. 555. È discusso poi in dottrina se sia riconducibile alla gestione su base individuale anche la c.d. gestione con preventivo assenso, ossia quell'attività in cui l'intermediario individua operazione da eseguire, ma prima di darvi corso deve ottenere l'autorizzazione del cliente: in senso contrario COSTI-ENRIQUES, *op. cit.*, p. 247 n. 50; ENRIQUES, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario*, cit., p. 21 s.; Corte di Giustizia delle Comunità Europee 21 novembre 2002, n. 356/00, cit.; in senso favorevole invece ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 4^a ed., Torino 2008, p. 94 s., il quale, sebbene nelle precedenti edizioni dell'opera si fosse espresso in senso favorevole, afferma che, alla luce della modifica subita dall'art. 1, comma 5 *quinquies*, t.u.f., a seguito della quale tale disposizione individua quale elemento essenziale della gestione di portafogli la discrezionalità, dovrebbe definitivamente prevalere la tesi che esclude la gestione con preventivo assenso dalla gestione di portafogli.

¹¹ Prima della riforma intervenuta con il d.lgs. n. 164 del 2007 di attuazione della direttiva Mifid, che ha abrogato le lettere *a*, *c* ed *f* dell'art. 24, comma 1, t.u.f., la disposizione richiamata nel testo si trovava alla lettera *b*.

dell'esecuzione di ordini¹².

È possibile poi che nel contratto di investimento siano contenute specifiche clausole che richiedono, per determinate operazioni, l'ordine o la preventiva autorizzazione da parte del cliente, e in effetti clausole di questo genere si rinvencono nei modelli di condizioni generali dei contratti di investimento predisposti dall'ABI e normalmente utilizzati dalle banche.

Anche in questo caso, come accade allorché il servizio di investimento prestato dall'intermediario si configura alla stregua di un'esecuzione di ordini o di una ricezione e trasmissione di ordini, la proprietà degli strumenti finanziari negoziati, cioè di quelli conferiti in gestione e di quelli acquistati nel corso della gestione medesima, spetta al cliente.

In presenza di un rapporto di investimento qualificabile come gestione individuale, ci si può interrogare sulla possibilità che le parti, mediante un'apposita pattuizione, consentano al gestore di alienare la piena proprietà dei titoli, prevedendo al contempo che l'usufrutto si trasferisca automaticamente dai titoli originariamente conferiti in gestione a quelli successivamente acquistati dal gestore in sostituzione dei precedenti, in modo che l'usufrutto rimanga indifferente al dinamico evolversi della gestione e al succedersi dei titoli che ne formano oggetto¹³.

c) La situazione si presenta diversamente, invece, nel caso di gestione collettiva del risparmio (parte II, titolo III, t.u.f., artt. 33 ss.): quest'ultima infatti non ha per oggetto specifici titoli appartenenti a un singolo investitore, bensì una massa di titoli acquistati grazie alle risorse conferite da una pluralità di soggetti, che costituisce un patrimonio autonomo appartenente *pro quota* ai singoli investitori (si ha allora un fondo comune di investimento), oppure costituisce il patrimonio di una società della quale gli investitori sono azionisti (si ha allora una Sicav).

Ciò che contraddistingue la gestione individuale da quella collettiva è il fatto che nella prima si riscontra un'effettiva o quantomeno potenziale personalizzazione del ser-

¹² VALENTINO, in *Comm. breve al codice civile. Leggi complementari*, cit., p. 790; GALGANO-ZORZI, *op. cit.*, p. 64 s. L'intermediario può rifiutarsi di eseguire l'ordine ricevuto, dandone tempestiva comunicazione al cliente, se l'ordine riguarda investimenti non adeguati all'esperienza, alla situazione finanziaria e alla propensione al rischio di quell'investitore, alla luce dei criteri indicati dagli artt. 28 e 29 del citato Regolamento Consob, oppure se l'ordine verte su operazioni in relazione alle quali l'intermediario si trovi in una situazione di conflitto di interessi, ai sensi dell'art. 27 del medesimo Regolamento.

¹³ GABRIELLI, *Il pegno «anomalo»*, Padova 1990, p. 44 s.

vizio rispetto alle specifiche esigenze di investimento del singolo cliente, che invece non si ravvisa nelle seconde, nelle quali l'interesse dei partecipanti è tipizzato secondo i parametri di rischio e di rendimento delineati nel regolamento del fondo¹⁴.

Inoltre nella gestione collettiva il cliente non ha alcuna facoltà di intervento che possa fare regredire il rapporto gestorio a un rapporto di mera negoziazione o ricezione di ordini, come accade invece nella gestione individuale.

Infine il cliente, conferendo gli strumenti finanziari nel fondo comune di investimento o nel capitale della Sicav, perde la titolarità degli stessi e acquista la titolarità di una quota del fondo o della Sicav¹⁵.

Dunque il gestore può disporre liberamente degli strumenti finanziari facenti parte del patrimonio, alienandoli e acquistando con il ricavato altri strumenti finanziari, che cadranno anch'essi nel patrimonio separato costituito dal fondo o nel patrimonio della Sicav; inoltre il gestore può esercitare i diritti patrimoniali e amministrativi inerenti ai predetti strumenti.

In presenza di una gestione collettiva non si pone un problema di rotatività dell'usufrutto, perché l'usufrutto non grava sui titoli che fanno parte della gestione e che vengono sostituiti nel corso della medesima. Infatti nel caso di Sicav l'usufrutto ha per oggetto le azioni del socio, e pertanto riguardo a tale fattispecie vale quanto abbiamo già detto a proposito dell'usufrutto sui titoli azionari. Nel caso di fondo comune di investimento, invece, l'usufrutto ha per oggetto il diritto dell'investitore, nei confronti del gestore del fondo, alla prestazione di gestione del fondo, e al pagamento del valore della quota di partecipazione al fondo medesimo al momento del recesso. In precedenza (se-

¹⁴ COSTI-ENRIQUES, *op. cit.*, p. 250 ss.; gli autori sottolineano peraltro che nella prassi il grado di effettiva personalizzazione del servizio che si riscontra nelle gestioni individuali «è spesso nullo, poiché, da un lato, l'interesse del singolo cliente viene riassorbito in quello, standardizzato, dell'insieme dei clienti che scelgono una determinata "linea di gestione", sempreché il cliente non fornisca all'intermediario, sul proprio patrimonio, sulla propria propensione al rischio e sulle proprie capacità reddituali, informazioni tali da differenziare il proprio interesse da quello degli altri; d'altro lato, è assai frequente che, di fatto, tali clienti si astengano poi, durante il rapporto, dal fornire qualsivoglia istruzione specifica all'intermediario. Peraltro, la personalizzazione del servizio, anche quando non è effettiva, conserva comunque una valenza nel corso del rapporto, poiché il mutamento di atteggiamento o di situazione finanziaria del cliente (il quale, ad esempio, inizi ad impartire istruzioni vincolanti ovvero comunichi un cambiamento nel proprio orizzonte temporale di investimento) può rendere necessario un adeguamento del servizio concretamente svolto a suo favore dall'intermediario, pena la responsabilità per inadempimento di questi. Inoltre, è all'interesse individuale del singolo cliente, per quanto di fatto standardizzato esso sia, che deve in ogni momento essere conforme l'azione dell'intermediario: il parametro di riferimento per un eventuale giudizio di responsabilità del medesimo sarà dunque dato da quell'interesse individuale».

¹⁵ VALENTINO, *op. loc. cit.*

zione I, par. 2.2) abbiamo detto che i certificati individuali rappresentativi di una quota di un fondo comune di investimento devono essere considerati come veri e propri titoli di credito, nominativi o al portatore. Se ciò è vero, l'investitore può costituire in usufrutto non tanto i titoli facenti parte del patrimonio del fondo, quanto piuttosto il certificato rappresentativo della propria quota nel fondo; dell'usufrutto gravante su tale certificato ci siamo già occupati nella sezione II quando, cercando di proporre una ricostruzione unitaria della disciplina dell'usufrutto di titoli di credito, abbiamo chiarito a chi spettino e come debbano essere esercitati nella fattispecie i diritti patrimoniali e il diritto di recesso incorporati nel certificato.

2. Il pegno rotativo.

Gli interrogativi che abbiamo sollevato nel paragrafo precedente, come anche lo spunto che offriremo per la loro soluzione, si traggono dalle vicende concernenti la figura del c.d. pegno rotativo, che è emersa dapprima nella prassi, specialmente con riguardo ai titoli del debito pubblico, è stata poi elaborata dalla dottrina, ha ottenuto riconoscimento da parte della giurisprudenza e infine ha trovato fondamento nella legge. Com'è noto, il pegno rotativo è quella figura di pegno in cui, in forza di un'apposita convenzione, contenuta in una clausola del contratto costitutivo oppure in un atto separato, e denominata patto di rotatività, è possibile sostituire nel corso del rapporto i titoli che formano oggetto del vincolo con altri del medesimo valore, senza che ciò comporti la costituzione di un nuovo diritto di pegno. In sostanza in virtù di questo patto il creditore pignoratizio può vendere i titoli ricevuti in pegno e reimpiegare le somme ricavate dalla vendita per acquistare altri titoli, sottoposti al medesimo vincolo di garanzia¹⁶.

L'emersione di questa figura risponde a una duplice esigenza: in primo luogo quella di evitare la necessità di rinnovare le formalità richieste per la costituzione della garanzia e per l'operatività della prelazione, considerato che a quest'ultimo fine l'art. 2787, comma 3, c.c. prescrive che il pegno deve contenere una «sufficiente indicazione», oltre che del credito garantito, anche della cosa oggetto di pegno; in secondo luogo quella di sottrarre il mutamento dell'oggetto a possibili revocatorie ordinarie o fallimen-

¹⁶ GABRIELLI, *Il pegno*, cit., p. 237 ss.; ID., *Le garanzie rotative*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, in *Tratt. Galgano*, I, Torino 1995, p. 853 ss.

tari¹⁷.

La dottrina ha ricostruito tale fenomeno sostenendo che le sostituzioni successive dell'oggetto della garanzia operano nel contesto di un'unitaria operazione economica, e che pertanto non si deve guardare ai singoli atti di sostituzione (cioè di alienazione di titoli e di successivo acquisto di altri titoli), isolatamente presi, ma si deve considerare l'affare nel suo complesso. In quest'ottica il mutare dei titoli vincolati in garanzia non determina alcuna modificazione del rapporto, ma costituisce un fenomeno di surrogazione reale non novativa¹⁸.

Dunque la rotatività della garanzia, operante attraverso la surrogazione reale del suo oggetto, corrisponde allo scopo avuto di mira dalle parti, che intendono porre in essere un'operazione unitaria, e non una molteplicità di singole operazioni che si succedono nel tempo. Ciò non vuol dire però, come taluno ha impropriamente sostenuto, che l'oggetto della garanzia non è rappresentato dalle singole *res* originariamente vincolate ma dal valore economico da esse rappresentato¹⁹: l'oggetto del pegno infatti è necessariamente costituito da beni.

Nell'ottica dell'unitaria operazione economica voluta dalle parti, la sostituzione delle *res* nel corso del rapporto non determina un allargamento dell'originaria garanzia né la costituzione di nuove garanzie in sostituzione delle precedenti, ma permette la realizzazione effettiva della garanzia per come le parti l'hanno concepita. Dunque il pegno rotativo assolve alla funzione economico-sociale propria del pegno e pertanto, considerato che è proprio la funzione ad individuare il tipo contrattuale, esso può dirsi anomalo ma non atipico²⁰.

Il patto di rotatività, per essere efficace nei confronti dei terzi, deve regolare e indicare, fin dal momento costitutivo del diritto e con atto scritto di data certa, ai sensi degli artt. 2787, comma 3, e 2800 c.c., sia il meccanismo di rotatività del vincolo, sia le indicazioni necessarie per individuarne nei singoli passaggi gli oggetti sui quali la ga-

¹⁷ GABRIELLI, *Il pegno*, cit., p. 224.

¹⁸ GABRIELLI, *Il pegno*, cit., p. 239 ss.

¹⁹ Così ad esempio MESSINETTI, *Le strutture formali della garanzia mobiliare*, in *Riv. crit. dir. priv.* 1991, p. 814, il quale afferma che si dovrebbe operare una distinzione tra gli oggetti materiali e l'oggetto della garanzia con astrazione unitaria delle singole concrete *res*, nel senso che l'oggetto della garanzia non è costituito dai singoli titoli originariamente esistenti nel patrimonio del costituente, bensì da un «valore di sintesi» dei medesimi. Per la critica a simili affermazioni v., a proposito della costituzione in pegno di strumenti finanziari, GABRIELLI, *Il pegno*, cit., p. 259.

²⁰ GABRIELLI, *Il pegno*, cit., p. 243 s.

ranza verrà ad insistere nel tempo²¹.

Il predetto patto, così configurato, fa sì che si debba guardare al momento della costituzione del vincolo, anziché a quello delle singole sostituzioni dei beni gravati, sia per l'operare della prelazione, sia per il computo dei termini ai fini dell'esercizio dell'azione revocatoria ordinaria e fallimentare, purché il valore originario del bene oggetto della garanzia non abbia subito modificazioni in aumento o in diminuzione²².

Nonostante le critiche mosse da parte di un'autorevole dottrina²³, la figura del pegno rotativo è stata riconosciuta dalla giurisprudenza di legittimità, sebbene con qualche incongruenza²⁴.

Il patto di rotatività è stato poi espressamente ammesso dalla legge relativamente ai vincoli su strumenti finanziari dematerializzati: infatti l'art. 34, comma 2°, d.lgs. n. 213 del 1998, prevede che «possono essere accesi specifici conti destinati a consentire la costituzione di vincoli sull'insieme degli strumenti finanziari in essi registrati; in tal caso l'intermediario 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».

L'art. 35 del regolamento congiunto Banca d'Italia e Consob del 22.2.2008, recante «Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione» (che sostituisce nella disciplina della gestione

²¹ GABRIELLI, «Pinocchio», il «Grillo Parlante» e il problema del pegno rotativo: spiegazioni... a richiesta (fra il serio e il faceto), in *Riv. not.* 2002, p. 556; ID., *Il pegno*, cit., p. 242.

²² V. diffusamente GABRIELLI, *Il pegno*, cit., p. 248 ss.

²³ GAZZONI, *Qualche dubbio sul pegno rotativo (in attesa di spiegazioni...)*, nota a Cass. 27 settembre 1999, n. 10685, in *Riv. not.* 2000, p. 1468 ss.; ID., *Il vestito dell'imperatore (replica «ossessiva» sul pegno rotativo)*, in *Riv. not.* 2002, p. 563 ss. L'autore sostiene in particolare che le disposizioni normative nelle quali si vede un riconoscimento dell'ammissibilità del pegno rotativo, contenute in leggi speciali, avrebbero carattere eccezionale; che anche le disposizioni codicistiche che prevedono una surrogazione reale non novativa (artt. 2742, 2795, 1° e 2° comma, 2815, 2816, 2825, 2° comma) devono ritenersi eccezionali e non estendibili analogicamente; che la rotatività del pegno non tutelerebbe i creditori chirografari; che pertanto il patto di rotatività non potrebbe essere opposto ai terzi ma potrebbe avere effetto unicamente tra le parti. Tutte queste affermazioni sono contestate e confutate da GABRIELLI in «Pinocchio», il «Grillo Parlante» e il problema del pegno rotativo: spiegazioni... a richiesta (fra il serio e il faceto), cit., p. 547 ss., e in *Il pegno*, cit., p. 243, nota 61.

²⁴ Cass. 28 maggio 1998, n. 5264; Cass. 27 settembre 1999, n. 10685; Cass. 14 giugno 2000, n. 8089; Cass. 11 novembre 2003, n. 16914; Cass. 5 marzo 2004, n. 4520. L'incongruenza sta nel fatto che le sentenze citate, tranne la prima, hanno qualificato il pegno rotativo come fattispecie a formazione progressiva, assimilandolo in tal modo al pegno di cosa futura, mentre il pegno rotativo non si perfeziona nel tempo ma sorge sin dal momento della costituzione del pegno sulle originarie *res*. Del resto, se si trattasse di una fattispecie a formazione progressiva, ai fini della prelazione e della possibilità di esperire l'azione revocatoria si dovrebbe considerare il momento del perfezionarsi della fattispecie, cioè in ipotesi il momento della sostituzione dell'oggetto (v. in proposito GABRIELLI, *Il pegno*, cit., p. 246 s.).

accentrata il precedente regolamento Consob n. 11768 del 23.12.1998), nel dare attuazione al citato art. 34 d.lgs. n. 213 del 1998, al comma 1° elenca gli elementi che devono essere annotati nel conto, che coincidono sostanzialmente con quelli stabiliti nell'articolo precedente riguardo agli ordinari vincoli costituiti su specifici strumenti finanziari, ma comprendono anche, alla lett. c, l'indicazione del valore degli strumenti finanziari presenti nel conto, indicazione che è indispensabile perché possa operare il meccanismo di rotatività. Lo stesso art. 35, poi, nell'ultima proposizione del 1° comma, sancisce il carattere non novativo della sostituzione dei titoli, poiché prevede 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». Il comma successivo impone al titolare del conto di impartire all'intermediario, in forma scritta e contestualmente alla costituzione del vincolo, le istruzioni in merito sia alla conservazione dell'integrità del valore del vincolo stesso, sia all'esercizio dei diritti sugli strumenti finanziari registrati nel conto, istruzioni che saranno conformi agli accordi intercorsi con il beneficiario del vincolo. Il comma 3° chiarisce infine che se il titolare del conto incarica delle operazioni un intermediario diverso da quello presso il quale il conto è aperto, per l'esecuzione delle operazioni stesse è necessario il consenso di quest'ultimo.

Come abbiamo accennato, però, il riconoscimento legislativo della figura del pegno rotativo, avvenuto con l'art. 34 d.lgs. n. 213 del 1998, non ha riguardato tutti i titoli di credito, ma soltanto gli strumenti finanziari dematerializzati di cui all'art. 28 dello stesso decreto (su quali v. *supra*, sez. III, par. 6.2), nonché i titoli del debito pubblico (anch'essi necessariamente dematerializzati), in forza del rinvio operato dall'art. 39, comma 1, al citato art. 34.

Successivamente, con il d.lgs. n. 170 del 2004, di recepimento della direttiva 2002/47/CE del 6 giugno 2002 in materia di contratti di garanzia finanziaria, è stata ammessa la possibilità di costituire un pegno rotativo su tutti i titoli di credito che costituiscono anche strumenti finanziari. Infatti per un verso l'art. 11 del predetto decreto ha modificato l'art. 87 d.lgs. 58 del 1998, concernente i vincoli sugli strumenti finanziari cartacei in deposito accentrato, inserendovi un rinvio al citato art. 34 d.lgs. n. 213 del 1998, cosicché è stato reso operante anche per tali titoli il 2° comma di quest'ultimo ar-

ricolo, che ammette la costituzione di vincoli sull'insieme degli strumenti finanziari registrati in un conto. Per altro verso l'art. 5 del d.lgs. n. 170 del 2004 ha espressamente riconosciuto la possibilità di costituire una garanzia rotativa su tutti gli strumenti finanziari, per tali intendendosi, alla luce della definizione contenuta nell'art. 1, lett. *t*, quelli di cui all'art. 1, comma 2, lett. da *a* ad *e*, t.u.f., nel testo anteriore alla modifica intervenuta con d.lgs. n. 140 del 2007, cioè sostanzialmente gli strumenti finanziari che sono anche titoli di credito, anche se non dematerializzati né immessi in deposito accentrato²⁵. Un riconoscimento indiretto del pegno rotativo si ha pure nell'art. 1, lett. *g*, del predetto decreto, laddove si definisce la «clausola di sostituzione» come «la clausola del contratto di garanzia finanziaria che prevede la possibilità di sostituire in tutto o in parte l'oggetto, nei limiti di valore dei beni originariamente costituiti in garanzia», nonché nell'art. 9, comma 2, lett. *b*, dove si dispone che, agli effetti di cui agli artt. 66 e 67 l. fall., concernenti le azioni revocatorie nel fallimento, «la prestazione della garanzia in conformità ad una clausola di sostituzione non comporta costituzione di una nuova garanzia e si considera effettuata dalla data della prestazione della garanzia originaria»²⁶.

3. Ammissibilità dell'usufrutto rotativo.

Ci si può chiedere se sia ammesso un usufrutto rotativo, cioè un usufrutto costituito su un portafoglio di titoli di credito, accompagnato da un patto tra usufruttuario e nudo proprietario che preveda la possibilità che i titoli siano sostituiti, da parte del nudo proprietario o dello stesso usufruttuario (eventualmente avvalendosi del servizio di esecuzione di ordini o del servizio di ricezione e trasmissione di ordini espletato da un intermediario), oppure ancora da parte di un terzo (ad esempio un intermediario che svolge attività di gestione di portafogli su base individuale), con altri titoli, sui quali l'usufrutto si trasferirà automaticamente, senza che sia necessario il ricorso ad alcuna formalità ulteriore.

Nell'ipotesi appena prospettata, è evidente che le parti intendono porre in essere un'operazione economica unitaria, nella quale non rilevano tanto i singoli titoli che sono

²⁵ La citata definizione comprende tra gli strumenti finanziari, oltre a quelli di cui all'art. 1, comma 2, lett. da *a* ad *e*, t.u.f., vecchio testo, anche gli altri strumenti finanziari individuati con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, su proposta della Banca d'Italia e della Consob, in relazione alle previsioni della direttiva 2002/47/CE,

compresi nel portafoglio, quanto piuttosto per il nudo proprietario il valore economico che tale portafoglio esprime, e per l'usufruttuario la possibilità di ricavare un reddito dallo stesso.

Abbiamo visto nel paragrafo precedente che la possibilità di costituire un pegno rotativo di titoli di credito è espressamente prevista dalla legge: per gli strumenti finanziari dematerializzati (compresi i titoli di Stato) tale previsione si rinviene nell'art. 34, comma 2, d.lgs. 213 del 1998; per gli strumenti finanziari cartacei immessi in deposito accentrato risulta dal combinato disposto dell'art. 87 t.u.f. nuovo testo e dell'art. 34, comma 2, prima citato; per gli strumenti finanziari anche non dematerializzati né immessi in deposito accentrato, infine, è contenuta nell'art. 5 d.lgs. n. 170 del 2004.

Il problema della possibilità di stipulare un patto di rotatività, che consenta di sostituire senza effetti novativi i titoli originariamente gravati, è risolto dalla legge pure per l'usufrutto, ma soltanto per i titoli dematerializzati, in virtù dell'art. 34, comma 2, d.lgs. 213 del 1998, e per i titoli in deposito accentrato, in forza del combinato disposto dell'art. 87 t.u.f. nuovo testo e dello stesso art. 34, comma 2, cit. Le disposizioni appena menzionate infatti non si riferiscono solo al pegno, bensì genericamente a tutti i «vincoli» sugli strumenti finanziari, tra i quali deve ritenersi compreso l'usufrutto, allo stesso modo in cui è compreso (v. sez. III, par. 1) tra i «vincoli» di cui alle disposizioni codicistiche sui titoli di credito (artt. 1997 e 2024 c.c.).

Per i titoli non dematerializzati né immessi in gestione accentrata, invece, il problema è aperto, non potendosi invocare l'art. 5 del d.lgs. n. 170 del 2004 che soccorre in materia di pegno, giacché tale provvedimento normativo riguarda solo i contratti di garanzia finanziaria²⁷. A noi sembra che la possibilità di stipulare una convenzione che consenta la sostituzione non novativa dei titoli gravati dall'usufrutto, da parte del nudo proprietario oppure dello stesso usufruttuario, debba essere riconosciuta anche per questi titoli.

Infatti le disposizioni normative poc'anzi richiamate, benché non coprano

²⁶ GABRIELLI, *Il pegno*, cit., p. 261 s.; BONFANTI, *Commento alla normativa sui contratti di garanzia finanziaria prevista dal d. legisl. n. 170 del 2004: spunti civilistici*, in *Studium iuris* 2007, p. 670.

²⁷ L'art. 1, lett. d, d.lgs. n. 170 del 2004 dispone che per contratti di garanzia finanziaria devono intendersi, ai fini dello stesso decreto, «il contratto di pegno o il contratto di cessione del credito o di trasferimento della proprietà di attività finanziarie con funzione di garanzia, ivi compreso il contratto di pronti contro termine, e qualsiasi altro contratto di garanzia reale avente ad oggetto attività finanziarie e volto a garanti-

l'intero campo delle possibili applicazioni del fenomeno della sostituzione di titoli gravati da usufrutto, devono ritenersi espressive di un principio in forza del quale è sempre consentito stipulare un accordo che preveda siffatta sostituzione.

Un secondo argomento a favore dell'ammissibilità dell'usufrutto rotativo per tutti i titoli di credito lo si può trarre dalla considerazione che nell'usufrutto la surrogazione reale non novativa è un fenomeno assolutamente normale, che corrisponde a un principio generale proprio dell'istituto, come abbiamo messo in luce nel primo capitolo.

Oltre a tali argomenti, si può forse ricordare anche che, in caso di usufrutto di crediti, l'usufruttuario e il nudo proprietario si possono accordare preventivamente, già al momento della costituzione dell'usufrutto, in merito al reimpiego delle somme capitali che saranno corrisposte dal debitore, ai sensi dell'art 1000, comma 2, c.c. (cap. I, sez. II, par. 4). Tale accordo infatti presenta una struttura analoga al patto di rotatività, sebbene l'analogia valga solo fino a un certo punto, perché il predetto accordo si limita ad ottemperare a una precisa disposizione di legge, mentre il patto di rotatività introduce un meccanismo nuovo di fonte convenzionale.

Siamo giunti dunque alla conclusione che è possibile costituire un usufrutto rotativo su tutti i titoli di credito. È necessario chiedersi ora se valga anche per l'usufrutto rotativo l'affermazione, che si fa a proposito del pegno rotativo, per la quale la sostituzione deve lasciare immutato il valore dei titoli, altrimenti non ha luogo una surrogazione reale bensì la costituzione di un vincolo nuovo. Occorre osservare preliminarmente che per il pegno il requisito della fissità del valore dei titoli viene giustificato con l'esigenza di garantire la *par condicio creditorum*, mentre per l'usufrutto siffatta esigenza non si presenta, perché il predetto diritto reale non costituisce una causa legittima di prelazione. Alla luce di ciò, sembra doversi escludere che nell'usufrutto rotativo il mutamento del valore dei titoli escluda necessariamente l'operare della surrogazione reale non novativa e comporti inevitabilmente la costituzione di un nuovo usufrutto; appare preferibile piuttosto distinguere a seconda che si siano acquistati titoli di valore maggiore o minore rispetto a quelli sostituiti, e a seconda che l'incremento o il decremento di valore sia imputabile all'usufruttuario o al nudo proprietario.

Se i nuovi titoli hanno un valore maggiore dei precedenti, e il loro acquisto si è

re l'adempimento di obbligazioni finanziarie», allorché le parti contraenti rientrino in una delle categorie indicate nella stessa disposizione.

reso possibile grazie a un esborso del nudo proprietario, allora effettivamente non si ha surrogazione reale ma costituzione di un usufrutto nuovo, che potrà essere assoggettato a revocatoria, se ricorrono i presupposti a tal fine necessari.

Se i nuovi titoli hanno un valore maggiore dei precedenti, ma il loro acquisto si è reso possibile grazie a un esborso dell'usufruttuario, allora dovrebbero applicarsi le disposizioni sui miglioramenti di cui all'art. 985 c.c., con la conseguenza che l'usufruttuario avrà diritto alla corresponsione di un'indennità nella misura minore tra la somma spesa e quella che corrisponde all'aumento di valore del portafoglio di titoli.

Se invece i nuovi titoli hanno un valore inferiore dei precedenti, e tale diminuzione di valore è imputabile al nudo proprietario, quest'ultimo deve risarcire il danno arrecato all'usufruttuario.

Infine se i nuovi titoli hanno un valore inferiore dei precedenti, e tale diminuzione di valore è imputabile all'usufruttuario, ricorre un abuso di quest'ultimo e trovano applicazione i rimedi previsti dall'art. 1015 c.c.

Veniamo ora a considerare più specificamente l'eventualità in cui la facoltà di sostituire i titoli sia attribuita all'usufruttuario. Tale circostanza sembrerebbe in evidente contrasto con l'obbligo di fare salva la *substantia rerum*, che grava sullo stesso usufruttuario.

Tale apparente contraddizione però svanisce se si considera che, in presenza di un patto di rotatività, la *substantia rerum* per le parti non è costituita dall'identità dei titoli originariamente gravati, ma dal valore patrimoniale del portafoglio e dall'idoneità dello stesso a produrre reddito.

Inoltre si può guardare ancora una volta alla situazione che si registra nell'ambito del pegno, dove si pone un analogo problema, perché l'art. 2792, comma 1, c.c., concede al creditore pignoratizio, con il consenso del debitore, di usare della cosa gravata dal pegno, ma non di disporne. Nell'ambito del pegno l'art. 5, comma 1, d.lgs. 170 del 2004 introduce, per gli strumenti finanziari che rientrano nell'ambito di applicazione dello stesso decreto, una deroga rispetto al regime appena descritto, perché prevede che «Il creditore pignoratizio può disporre, anche mediante alienazione, delle attività finanziarie oggetto del pegno, se previsto nel contratto di garanzia finanziaria e conformemente alle pattuizioni in esso contenute». La disposizione opera pertanto un'estensione delle facoltà che le parti possono attribuire al creditore pignoratizio, che

non risultano limitate alla sola facoltà di usare la cosa, ma comprendono anche la facoltà di alienarla o comunque di disporne²⁸.

Per l'usufrutto invece manca una qualsivoglia disposizione normativa che consenta alle parti di attribuire all'usufruttuario il potere di disporre degli strumenti finanziari. Tuttavia a noi sembra che tale lacuna possa essere colmata applicando analogicamente l'art. 5, comma 1, d.lgs. 170 del 2004. Infatti l'analogia tra il pegno e l'usufrutto è emersa in modo evidente nel corso della presente trattazione, e del resto è proprio in forza di tale analogia che sia l'art. 1997 c.c., sia le disposizioni dell'art. 34 d.lgs. 213 del 1998 e dell'art. 87 d.lgs. 58 del 1998, assoggettano alla medesima disciplina il pegno e l'usufrutto. D'altro canto, non sembra che possa sorgere il dubbio che l'art. 5, comma 1, d.lgs. 170 del 2004, abbia carattere eccezionale e che pertanto non sia suscettibile di essere applicato analogicamente. Inoltre se si può attribuire al creditore pignoratizio la facoltà di disporre dei titoli, nonostante egli di regola non abbia nemmeno la facoltà di usare la cosa oppignorata, non si vede perché debbano esserci maggiori ostacoli ad attribuire la medesima facoltà all'usufruttuario, che ha sempre la facoltà di usare la cosa.

Dunque la facoltà di alienare i titoli gravati dall'usufrutto rotativo può essere attribuita anche all'usufruttuario. Questi potrà esercitare tale facoltà o alienando direttamente i titoli, o impartendo specifici ordini in tal senso a un intermediario, oppure ancora affidando i titoli in gestione individuale, salvo che le parti abbiano determinato in modo specifico le modalità con le quali l'alienazione deve avvenire.

Potrebbe sorgere il dubbio che la fattispecie appena descritta, di usufrutto rotativo di titoli di credito con facoltà di disposizione in capo all'usufruttuario, configuri in realtà un'ipotesi di quasi usufrutto, essendo tale ultima figura caratterizzata proprio dalla sussistenza in capo all'usufruttuario del potere di disporre della *res*. In realtà, a ben vedere, l'usufrutto rotativo con facoltà di disposizione in capo all'usufruttuario presenta rilevanti differenze rispetto al quasi usufrutto, che impediscono di qualificarlo come tale.

La differenza più significativa riguarda gli obblighi che gravano sull'usufruttuario al momento dell'estinzione dell'usufrutto: infatti, nel caso del quasi usufrutto, l'usufruttuario ha l'obbligo di restituire altrettanti titoli della stessa specie di

²⁸ V. GABRIELLI, *Il pegno*, cit., p. 263 s.

quelli concessi in usufrutto, o in alternativa di corrispondere il valore che gli stessi hanno in quel momento; nel caso dell'usufrutto rotativo, invece, l'usufruttuario ha l'obbligo di restituire i titoli che si trovano attualmente nel portafoglio, che possono essere di specie diversa da quelli originari, e inoltre non può liberarsi da tale obbligo di restituzione corrispondendo l'equivalente pecuniario.

La seconda differenza risiede nel fatto che il quasi usufruttuario, com'è noto, è proprietario sia dei titoli concessi in usufrutto, sia di quelli che successivamente decidesse di acquistare in sostituzione dei primi, mentre in presenza di un usufrutto rotativo i titoli acquistati dall'usufruttuario cadono in proprietà del nudo proprietario.

Da questa differenza ne discende una terza, che si apprezza considerando che, durante il quasi usufrutto, se il quasi usufruttuario diminuisce il valore del portafoglio vendendo i titoli per acquistarne altri di minor valore, l'usufruttuario non ha la possibilità di esperire alcun rimedio, poiché le sue pretese verso il quasi usufruttuario diventeranno esigibili solo all'estinzione del quasi usufrutto; durante l'usufrutto rotativo, invece, se l'usufruttuario diminuisce il valore del portafoglio, il nudo proprietario ha a disposizione i rimedi di cui all'art. 1015 c.c., come abbiamo già rilevato.

Alla luce delle differenze appena rilevate, appare evidente che l'usufrutto rotativo con facoltà di disposizione in capo all'usufruttuario non può essere inquadrato nello schema del quasi usufrutto.

BIBLIOGRAFIA

- ABRIANI, *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *R. d. comm.* 2002, I, p. 131 ss.
- ALAGNA, *Il presidente dell'assemblea nelle società per azioni*, Milano 2005.
- ALLORIO, *La cosa giudicata rispetto ai terzi*, Milano 1935.
- AMBROSIO, *Emissione e circolazione nei titoli di Stato*, Milano 1997.
- AMBROSIO, *La dematerializzazione dei titoli di stato: ultimo atto*, in *R. d. comm.* 2000, I, p. 55 ss.
- ANGELICI, *Le azioni*, in *Comm. Schlesinger*, sub art. 2352, Milano 1992.
- ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 4^a ed., Torino 2008.
- ANNUNZIATA, *Nuovo diritto societario e modifiche alla disciplina dell'Opa obbligatoria*, in *Le società* 2004, p. 797 ss.
- ARANGIO-RUIZ, *Istituzioni di diritto romano*, 14^a ediz., Napoli 1998.
- ASCARELLI, *I fondi comuni di investimento*, in *Tratt. Rescigno*, 16, Torino 1985, p. 739 ss.
- ASQUINI, *L'usufrutto di quote sociali e di azioni*, in *R. d. comm.* 1947, I, p. 12 ss.
- ASQUINI, *Titoli di credito*, rist. riveduta, Padova 1966.
- ASTUTI, voce *Cosa (storia)*, in *Enc. d.*, IX, Milano 1962, p. 5 ss.
- BIANCA, *Diritto civile*, 3, *Il contratto*, 2^a ediz., Milano 2000.
- BIANCA, *Diritto civile*, 4, *L'obbligazione*, Milano 1993.
- BIANCA, *Diritto civile*, 6, *La proprietà*, Milano 1999.
- BIANCA, *La vendita e la permuta*, 1, in *Tratt. Vassalli*, 2^a ediz., Torino 1993.
- BIGIAMI, *Estensione dell'usufrutto alle azioni «optate»?* , in *R. trim. d. proc. civ.* 1947, p. 584 ss.
- BIGIAMI, *Il trasferimento dei titoli di credito*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.* 1950, p. 1 ss.
- BIGLIAZZI GERI, *Usufrutto, uso, abitazione*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano 1979.
- BIONDI, *I beni*, in *Tratt. Vassalli*, Torino 1953.
- BIONDI, voce *Cosa (dir. civ.)*, in *Nov. D.*, IV, Torino 1959, p. 1007 ss.
- BISOGNI, in *Azioni*, a cura di Notari, in *Comm. Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, Milano 2008, sub art. 2352, p. 479 ss.
- BOCCA, in *Il nuovo diritto societario* diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Bologna 2004, sub art. 2352, p. 338 ss.
- BONFANTI, *Commento alla normativa sui contratti di garanzia finanziaria prevista dal*

d. legisl. n. 170 del 2004: spunti civilistici, in *Studium iuris* 2007, p. 509 ss. (*Prima parte*) e 669 ss. (*Seconda parte*).

BRANCA, *Obbligazioni solidali, correali, collettive*, in *R. d. civ.* 1957, I, p. 150 ss.

BRANCA, *Sul trasferimento della proprietà dei titoli di credito*, in *Banca, borsa e tit. cred.* 1951, I, p. 228 ss.

BRECCIA, *Le obbligazioni*, in *Tratt. Iudica-Zatti*, Milano 1991.

BRETONE, *La nozione romana di usufrutto*, I, Napoli 1962.

BRIOLINI, *I vincoli sui titoli di credito*, Torino 2002.

BRIOLINI, *Pegno, usufrutto e sequestro di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, diretto da Abbadessa e Portale, 1, Torino 2007, p. 661 ss.

BURDESE, *Ancora sulla natura e tipicità dei diritti reali*, in *R. d. civ.* 1983, II, p. 226 ss.

BURDESE, *Il problema del diritto reale nell'ultima dottrina*, in *R. d. civ.* 1980, II, p. 210 ss.

BUSANI-CANALI, *Strumenti finanziari dematerializzati: circolazione, vincoli e conferimento in fondo patrimoniale*, in *Riv. not.* 1999, p. 1059 ss.

BUSNELLI, *La lesione del credito da parte di terzi*, Milano 1964.

BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazione agli utili*, in *R. d. comm.* 1988, I, p. 261 ss.

CALLEGARI, voce *Cambiale finanziaria e certificati di investimento*, in *Dig. disc. priv. – sez. comm.*, Aggiornamento*, Torino 2000, p. 162 ss.

CALLEGARI-COTTINO-DESANA-SPATAZZA, *I titoli di credito*, in *Tratt. Cottino*, VII, Padova 2006.

CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2, 6^a ediz., Torino 2006.

CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, in *Tratt. Colombo-Portale*, 5, Torino 1988, p. 379 ss.

CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano 1988.

CARBONNIER, *Droit civil*, 3, *Les biens*, 12^a ediz., Parigi 1988.

CARRIERO, *La legge sulla dematerializzazione degli strumenti finanziari: tecniche giuridiche e obiettivi*, in *Foro it.* 1998, V, c. 309 ss.

CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, in *Comm. Scialoja-Branca, sub artt. 2410-2420 ter*, Bologna-Roma 2005.

CAVALLO BORGIA, *La tipologia degli strumenti finanziari*, in *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, a cura di Galgano e Visintini, in *Tratt. Galgano*, XLIII, Padova 2006, p. 45 ss.

CAVALLO BORGIA, *Le azioni e le obbligazioni*, in *Le società*, diretto da Galgano, Torino 2002.

CHIOMENTI, *Il titolo di credito. Fattispecie e disciplina*, Milano 1977.

- CHIRONI, *Trattato dei privilegi, delle ipoteche e del pegno*, I, 2^a ediz., Milano-Torino-Roma 1917.
- CIAN M., in *Commentario Cian-Trabucchi*, 8^a ediz., Padova 2007, *sub art.* 2373, p. 2679 ss.
- CIAN M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Abbadessa e Portale, 1, Torino 2007, p. 737 ss.
- CIAN M., *Titoli dematerializzati e circolazione «cartolare»*, Milano 2001.
- COMPORATI, *Diritti reali in generale*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano 1980.
- CORRADO, *I contratti di borsa*, in *Tratt. Vassalli*, Milano 1960.
- CORSI, *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giur. comm.* 2003, I, p. 414 ss.
- CORSI, nota a Cass. 26 ottobre 1995, n. 11151, in *G. comm.* 1996, 2, p. 351 ss.
- COSTI, *I patti parasociali*, in *La riforma delle società quotate*, Milano 1998, p. 113 ss.
- COSTI, *Il mercato mobiliare*, 5^a ediz., Torino 2008.
- COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Abbadessa e Portale, 1, Torino 2007, p. 729 ss.
- COSTI-ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Tratt. Cottino*, VIII, Padova 2004.
- COSTOLA, *Se il divieto di cessione del diritto di usufrutto, convenuto fra il nudo proprietario e l'usufruttuario, sia opponibile al terzo cessionario*, in *Studium iuris* 2006, p. 200 s.
- D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, Milano 1968.
- D'AMICO P., voce *Rappresentanza (Diritto civile)*, in *Enc. g. Treccani*, XXIX, Roma 1993.
- DE ACUTIS, *Il finanziamento dell'impresa societaria. I principali tratti caratterizzanti e gli «altri strumenti finanziari partecipativi»*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova 2004, p. 257 ss.
- DE CRISTOFARO, in *Comm. Cian-Trabucchi*, 8^a ediz., Padova 2007, *sub art.* 1002, p. 957 ss.
- DE CUPIS, voce *Usufrutto (diritto vigente)*, in *Enc. d.*, XLV, Milano 1992, p. 1111 ss.
- DE MARTINO, *Dei beni in generale*, in *Comm. Scialoja-Branca*, *sub artt.* 810-821, Bologna-Roma 1976.
- DE MARTINO, *Dell'usufrutto, dell'uso e dell'abitazione*, in *Comm. Scialoja-Branca*, *sub artt.* 978-1026, 4^a ediz., Bologna-Roma 1978.
- DEIANA, *Sulla natura del possesso dell'alienante*, nota a Cass. 26 maggio 1947, n. 814, in *F. it.* 1947, I, c. 711 ss.
- DI AMATO, *I titoli di credito*, in *Tratt. Rescigno*, 13^{**}, 2^a ediz., Torino 2008, p. 247 ss.
- DI MAJO, *Dell'adempimento in generale*, in *Comm. Scialoja-Branca*, *sub artt.* 1177-1200, Bologna-Roma 1994.

- DI PACE, *Il pegno dei crediti*, Padova 1939.
- DI SABATO, *Diritto delle società*, 2^a ediz., Milano 2005.
- DÍEZ PICAZO-GULLÓN, *Sistema de derecho civil*, III, 5^a ediz., Madrid 1994.
- ENNECERUS-LEHMANN, *Recht der Schuldverhältnisse*, 14^a ediz., Tubinga 1954.
- ENRIQUES, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario*, a cura di Rabitti Bedogni, sub art. 1, comma 5, Milano 1998, p. 18 ss.
- FADDA-BENSA, note alla traduzione di Windscheid, *Diritto delle pandette*, IV, Torino 1926.
- FELSANI, *Il ruolo del presidente nell'assemblea delle s.p.a.*, Milano 2004.
- FERRARA, *L'usufrutto de' crediti nel diritto civile italiano*, in *Riv. it. per le scienze giur.* 1904, p. 325 ss.
- FERRARA-CORSI, *Gli imprenditori e le società*, 13^a ediz., Milano 2006.
- FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di Montagnani, Milano 2004, p. 67 ss.
- FERRI JR., *Patrimonio e gestione. Spunti per una costruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *R. d. comm.* 1992, I, p. 25 ss.
- FERRI, *I titoli di credito*, 2^a ediz., in *Tratt. Vassalli*, Torino 1958.
- FERRI, *Le società*, 3^a ediz. Torino 1987.
- FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, 12^a ediz., Torino 2006.
- FERRI, nota a Trib. Roma 2 aprile 1947, in *F. it.* 1947, I, c. 515 s.
- FERRO LUZZI, *Le azioni di risparmio; «vingt ans après»*, in *La riforma delle società quotate*, Milano 1998, p. 227 ss.
- FICO, *Il finanziamento delle società di capitali*, Milano 2005.
- FINZI, *Il possesso dei diritti*, Milano 1968.
- FIorentino, *Dei titoli di credito*, in *Comm. Scialoja-Branca*, sub artt. 1992-2027, 2^a ediz., Bologna-Roma 1974.
- FIorentino, *La «consegna» nell'alienazione dei titoli di credito*, in *Banca, borsa e tit. cred.* 1948, I, p. 129 ss.
- FOSCHINI, *In tema di pegno di titoli di credito*, in *Banca, borsa e tit. cred.* 1965, I, p. 161 ss.
- FRAGALI, voce *Ipoteca (dir. priv.)*, in *Enc. d.*, XXII, Milano 1972, p. 740 ss.
- FRANÇON, *L'usufruit des créances*, in *Revue Trimestrelle de Droit civil* 1957, p. 1 ss.
- FRÈ-SBISÀ, *Della società per azioni*, I, in *Comm. Scialoja-Branca*, 6^a ediz., sub artt. 2325-2409, Bologna-Roma 1997.
- GABRIELLI, «Pinocchio», il «Grillo Parlante» e il problema del pegno rotativo: spiegazioni... a richiesta (fra il serio e il faceto), in *Riv. not.* 2002, p. 547 ss.

- GABRIELLI, *Il pegno «anomalo»*, Padova 1990.
- GABRIELLI, *Il pegno*, in *Tratt. Sacco*, Torino 2005.
- GABRIELLI, *Le garanzie rotative*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, in *Tratt. Galgano*, I, Torino 1995, p. 853 ss.
- GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, II, 2, 4^a ediz., Padova 2004.
- GALGANO, *Diritto commerciale. Le società*, 15^a ediz., Bologna 2005.
- GALGANO, *La società per azioni*, in *Tratt. Galgano*, VII, 2^a ediz., Padova 1988.
- GALGANO-GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, 3^a ed., in *Tratt. Galgano*, XXIX, Padova 2006.
- GALGANO-ZORZI, *Tipologia dei contratti fra intermediario e risparmiatore*, in *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, a cura di Galgano e Visintini, in *Tratt. Galgano*, XLIII, Padova 2006, p. 63 ss.
- GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano 2003.
- GALLETTI-GUERRIERI, *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna 2002.
- GALLO, *L'usufrutto*, in *Tratt. Bessone*, VII, t. II, Torino 2001.
- GAMBARO, *La proprietà*, in *Tratt. Iudica-Zatti*, Milano 1990.
- GASPERONI, *Modalità di costituzione del pegno sui titoli azionari nominativi e legittimazione del creditore pignoratizio*, nota a Corte App. Firenze 22 maggio 1950, in *Banca, borsa e tit. cred.* 1951, II, p. 309 ss.
- GAZZONI, *Il vestito dell'imperatore (replica «ossessiva» sul pegno rotativo)*, in *Riv. not.* 2002, p. 563 ss.
- GAZZONI, *Qualche dubbio sul pegno rotativo (in attesa di spiegazioni...)*, nota a Cass. 27 settembre 1999, n. 10685, in *Riv. not.* 2000, p. 1468 ss.
- GENTILE, *Le ipoteche. Commento agli artt. da 2808 a 2899 del Codice Civile*, Roma 1961.
- GINOSSAR, *Droit réel, propriété et créance*, Parigi 1960.
- GIORGIANNI, *Diritti reali (diritto civile)*, in *Nov. Dig. It.*, V, Torino 1960, p. 748 ss.
- GORLA-ZANELLI, *Del pegno. Delle ipoteche*, in *Comm. Scialoja-Branca*, 4^a ediz., sub artt. 2784-2899, Bologna-Roma 1992.
- GRIPPO, *L'assemblea nella società per azioni*, in *Tratt. Rescigno*, 16, Torino 1985, p. 357 ss.
- GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, Torino 1995.
- GUIZZI, *Girata simulata e girata fiduciaria: spunti per una ricerca*, in *R. d. comm.* 1996, I, p. 509 ss.
- GUIZZI, *Il titolo azionario come strumento di legittimazione*, Milano 2000.
- JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano 1964.

- JAEGER, nota a Cass. 26 ottobre 1995, n. 11151, in *G. comm.* 1996, 2, p. 334 ss.
- LACRUZ BERDEJO, in *Elementos de derecho civil*, III, 2, 2^a ediz., Barcellona 1991.
- LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa e tit. cred.* 2003, I, p. 519 ss.
- LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts*, I, 14^a ediz., Monaco 1987.
- LARROUMET, *Droit civil*, II, 2^a ediz., Parigi 1988.
- LAURENT, *Principii di diritto civile*, VI, trad. di Trono, Napoli-Roma 1881.
- LENER, *I contratti di gestione*, in *Studi in onore di Antonio Pavone La Rosa*, I, t. 2, Milano 1999, p. 553 ss.
- LENER, *Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento. Commentario alla legge 23 marzo 1983, n. 77*, a cura di Maffei Alberti, *sub art. 3*, in *Le Nuove leggi civ. comm.* 1984, p. 413 ss.
- LENER, *La «dematerializzazione» dei titoli azionari e il sistema Monte Titoli*, Milano 1989.
- LENER, nota a Trib. Milano ord. 19 maggio 1987 e a Trib. Reggio Emilia 13 aprile 1987, in *Banca, borsa e tit. cred.* 1989, II, p. 376 ss.
- LENER, *Prime osservazioni sulla gestione centralizzata dei titoli di Stato*, in *Banca, borsa e tit. cred.* 1993, II, p. 698 ss.
- LEONHARD, *Allgemeine Schuldrecht des BGB*, 1, *Besonderes Schuldrecht des BGB*, Monaco-Lipsia 1929.
- LIBCHABER, *L'usufruit des créances existe-t-il?*, in *Revue Trimestrelle de Droit civil* 1997, p. 615 ss.
- LIBERTINI, *Osservazioni sul valore giuridico del «transfert» nella circolazione delle azioni di società*, in *Riv. soc.* 1966, p. 785 ss.
- LIBERTINI, *Riflessioni generali*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova 2004, p. 249 ss.
- LIBONATI, *I «nuovi» strumenti finanziari partecipativi*, in *R. d. comm.* 2007, I, p. 1 ss.
- LIBONATI, *I titoli di credito nominativi*, Milano 1965.
- LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano 1999.
- LOCATELLI, voce *Oggetto dei diritti*, in *Nov. D.*, XI, Torino 1965, p. 779 ss.
- LOLLI, *Gli strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, I, Padova 2005, *sub artt.* 2346-2354, p. 190 ss.
- LUZZATTO, *La compravendita*, Milano 1961, ed. postuma a cura di Persico.
- MAFFEI ALBERTI, a cura di, *Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento. Commentario alla legge 23 marzo 1983, n. 77*, in *Le Nuove leggi civ. comm.* 1984, p. 380 ss.

- MAFFEI ALBERTI, *Considerazioni introduttive*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova 2004, p. 243 ss.
- MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, Milano 2002.
- MAGAZZÙ, voce *Surrogazione reale*, in *Enc. d.*, XLIII, Milano 1990, p. 1497 ss.
- MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano 2004.
- MAIORCA, voce *Ipoteca*, in *Nov. D.*, IX, Torino 1963, p. 50 ss.
- MARTORANO, *Titoli di credito. Titoli non dematerializzati*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano 2002.
- MARTY-RAYNAUD, *Introduction générale a l'étude du droit*, in *Droit civil*, I, 2^a ediz., Parigi 1972.
- MAZEAUD H.L.-MAZEAUD J., *Leçons de droit civil*, XII, *Biens*, 5^a ediz. a cura di de Juglart, Parigi 1976.
- MENGGONI, *La regola «possesso vale titolo» nella circolazione dei titoli di credito e i rapporti fra l'art. 1994 e l'art. 1153 c.c.*, in *Banca, borsa e tit. cred.* 1949, I, p. 12 ss.
- MESSINEO, *I titoli di credito*, I e II, 2^a ediz., Padova 1934.
- MESSINETTI, *Le strutture formali della garanzia mobiliare*, in *Riv. crit. dir. priv.* 1991, p. 783 ss.
- MESSINETTI, voce *Oggetto dei diritti*, in *Enc. d.*, XXIX, Milano 1979, p. 808 ss.
- MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Tratt. Colombo-Portale*, 1***, Torino 2004, p. 1 ss.
- MORERA, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, Napoli 2004, *sub art.* 2352, p. 315 ss.
- NATOLI, *La proprietà. Appunti delle lezioni*, I, 2^a ediz., Milano 1976.
- NATUCCI, *La tipicità dei diritti reali*, 2^a ediz., Padova 1988.
- NICOLÒ-GIORGIANNI, voce *Usufrutto (Diritto civile)*, in *Nuovo Dig. It.*, XII, 2, Torino 1940, p. 778 ss.
- NOBILI, *Contributo allo studio del diritto d'opzione nelle società per azioni*, Milano 1958.
- NOTARI, in *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, Milano 2003.
- NOTARI, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. D. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, a cura di Marchetti e Bianchi, 2, Milano 1999, *sub art.* 145, p. 1531 ss.
- NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano 2003, p. 45 ss.
- NTUK, voce *Fondi comuni di investimento*, in *Dig. disc. priv. – sez. comm.*, Aggiornamento*, Torino 2000, p. 332 ss.

- OPPO, voce *Titoli di credito*, in *Enc. g. Treccani*, XI, Roma 1994.
- PALERMO, *L'usufrutto*, in *Tratt. Rescigno*, 8, 2^a ediz., Torino 2002, p. 97 ss.
- PARTESOTTI, *I titoli all'ordine*, in *Comm. Schlesinger*, Milano 1991.
- PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Tratt. Colombo-Portale*, 2*, Torino 1991, p. 299 ss.
- PARTESOTTI, *Lezioni sui titoli di credito*, 4^a ediz., Bologna 2001.
- PASQUARIELLO, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, I, Padova 2005, sub art. 2373, p. 493 ss.
- PAVONE LA ROSA, *La cambiale*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, 2^a ediz., Milano 1994.
- PELLIZZI, *Esercizio del diritto cartolare e «legittimazione attiva»*, in *R. d. civ.* 1957, I, p. 518 ss.
- PELLIZZI, *Studi sui titoli di credito*, Padova 1960.
- PÉREZ GONZÁLES-ALGUÉR, annotazioni alla traduzione spagnola di WOLFF, *Sachenrecht*, in *Lehrbuch des Bürgerlichen Rechts*, di Enneccerus, Kipp, Wolff, III, 2, 3^a ediz., Barcellona 1971.
- PERLINGIERI, *Della cessione dei crediti*, in *Comm. Scialoja-Branca*, sub artt. 1260-1267, Bologna-Roma 1982.
- PESCATORE, *Della proprietà*, in *Comm. UTET*, 2^a ediz., Torino 1968.
- PICARD, *Les biens*, in *Traité pratique de droit civil français* diretto da Planiol e Ripert, III, Parigi 1926.
- PICCIAU, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. D. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, a cura di Bianchi e Marchetti, 1, Milano 1999, sub art. 122, p. 848 ss.
- PIETRINI, *Deducto usu fructu. Una nuova ipotesi sull'origine dell'usufrutto*, Milano 2008.
- PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.* 2003, p. 1268 ss.
- PLAIA, voce *Usufrutto, uso, abitazione*, in *Dig. disc. priv. – sez. civ.*, XIX, Torino 1999, p. 578 ss.
- POLI, *Il pegno di azioni*, Milano 2000.
- POLI, *Pegno, usufrutto e sequestro*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, I, Padova 2005, sub artt. 2346-2354, p. 216 ss.
- PRATIS, *Della tutela dei diritti*, in *Comm. UTET*, libro VI, t. II, Torino 1982.
- PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Tratt. Colombo-Portale*, 3**, Torino 1993, p. 1 ss.
- PRESTI, *Questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *G. comm.* 1982, I, p. 100 ss.

- PUGLIATTI, voce *Beni (teoria gen.)*, in *Enc. d.*, V, Milano 1959, p. 164 ss.
- PUGLIATTI, voce *Cosa (teoria gen.)*, in *Enc. d.*, XI, Milano 1962, p. 19 ss.
- PUGLIESE, *Usufrutto, uso, abitazione*, in *Tratt. Vassalli*, Torino 1954.
- PUGLIESE, voce *Diritti reali*, in *Enc. d.*, XII, Milano 1964, p. 770.
- PUIG PEÑA, *Compendio de derecho civil español*, II, *Derechos reales*, Barcellona 1966.
- RAVAZZONI, *Le ipoteche*, in *Tratt. Rescigno*, 20, 2^a ediz., Torino 1998, p. 1 ss.
- RAVAZZONI, *Le ipoteche*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano 2006.
- RAVAZZONI, voce *Garanzia (diritti reali di)*, in *Dig. disc. priv. – sez. civ.*, VIII, Torino 1992, p. 602 ss.
- RAYNAUD, *Les biens*, in Marty-Raynaud, *Droit civil*, 4, 2^a ediz., Parigi 1980.
- REALMONTE, *Il pegno*, in *Tratt. Rescigno*, 19, 2^a ediz., Torino 1997, p. 795 ss.
- REPETTO, *Questioni in tema di pegno di titoli di credito*, in *I titoli di credito*, a cura di Pellizzi, Milano 1980, p. 537 ss.
- RIGHINI, voce *Warrant*, in *Dig. disc. priv. – sez. comm.*, XVI, Torino 1999, p. 486 ss.
- ROMAGNOLI, *Appunti sul «warrant»*, in *R. d. comm.* 1993, I, p. 847 ss.
- ROMANO SALV., *Natura giuridica del pegno di credito*, Milano 1928.
- ROMANO SANTI, *Frammenti di un dizionario giuridico*, rist., Milano 1983.
- ROSSI, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di MAFFEI ALBERTI, I, Padova 2005, *sub art. 2393 bis*, p. 818 ss.
- RUBINO, *Il pegno*, in *Tratt. Vassalli*, 2^a ediz., Torino 1949, p. 209.
- RUBINO, *La compravendita*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, 2^a ediz., Milano 1962.
- RUSCELLO, in *Codice civile annotato con la dottrina e la giurisprudenza*, a cura di Perlingieri, 6, 2^a ediz., Napoli-Bologna 1991, *sub art. 2800*, p. 355 ss.
- SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – Profili procedurali*, in *Tratt. Colombo-Portale*, 3*, Torino 1994, p. 350 ss.
- SACCO, *L'ammortamento dei titoli di credito all'ordine*, Milano 1950.
- SACCO-CATERINA, *Il possesso*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano 2000.
- SALAFIA, *Titoli di partecipazione e di debito*, in *Le società* 2004, p. 281 ss.
- SALAMONE, *La nozione di strumento finanziario tra unità e molteplicità*, in *R. d. comm.* 1998, I, p. 711 ss.
- SALANDRA, *Manuale di diritto commerciale*, II, 2^a ediz., Milano 1959.
- SARTORI, *Dematerializzazione degli strumenti finanziari*, in *R. d. civ.* 1999, II, p. 275 ss.
- SATTA, *Cose e beni nell'esecuzione forzata*, in *R. d. comm.* 1964, p. 350 ss.
- SCOZZAFAVA-BELLANTE, *I beni*, in *Tratt. Bessone*, VII, t. I, Torino 2007.

- SEMINO, *Il problema della validità dei sindacati di voto*, Milano 2003.
- SPADA, *I titoli di credito*, in *R. d. civ.* 2006, *Atti del convegno per il cinquantenario della Rivista. Il diritto delle obbligazioni e dei contratti: verso una riforma?*, p. 511 ss.
- SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito: lezioni*, 2^a ediz., Torino 1994.
- SPADA, *La circolazione della «ricchezza assente» alla fine del millennio (riflessioni sistematiche sulla dematerializzazione dei titoli di massa)*, in *Banca, borsa e tit. cred.* 1999, I, p. 407 ss.
- SPADA, *La gestione centralizzata dei titoli di Stato e il diritto comune dei titoli di credito*, in *R. d. comm.* 1993, I, p. 785 ss.
- TAURINI, *Aumento di capitale con modalità a vantaggio del socio di maggioranza*, nota a Cass. 11 marzo 1993, n. 2958, cit., in *Società* 1993, p. 1053 s.
- TEDESCHI, *Titoli di credito*, in *Dig. disc. priv. – sez. comm.*, XV, Torino, 1998, p. 413 ss.
- TERRE-SIMLER, *Droit civil, Les biens*, 7^a ediz., Dalloz, Parigi 2007.
- THIENE, *Nuovi percorsi della responsabilità civile. Dalla condotta allo status*, Padova 2006.
- THON, *Norma giuridica e diritto soggettivo*, traduz. di Levi, Padova 1951.
- TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria delle società per azioni (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.* 2004, p. 1082 ss.
- URBANI, *La cambiale finanziaria*, in *Comm. breve alla legislazione sulla cambiale e sugli assegni*, diretto da Pellizzi e Partesotti, 3^a ediz., Padova 2004, p. 241 ss.
- VALENTINO, *Comm. breve al codice civile. Leggi complementari*, a cura di Alpa e Zatti, II, 4^a ediz., Padova 2006, sub art. 1 d.lgs n. 58 del 1998, p. 777 ss.
- VENEZIAN, *Dell'usufrutto, dell'uso e dell'abitazione*, I e II, 2^a ediz., Napoli-Torino 1931.
- VIEIRA, *Direitos reais*, Coimbra 2008.
- WINDSCHEID, *Diritto delle pandette*, I, trad. di Fadda e Bensa, Torino 1925.
- WOLFF, *Sachenrecht*, in *Lehrbuch des Bürgerlichen Rechts*, di Ennecerus, Kipp, Wolff, III, 2, trad. spagnola con annotazioni di Pérez González-Alguér, 3^a ediz., Barcellona 1971.
- ZENO-ZENCOVICH, voce *Cosa*, in *Dig. disc. priv. – sez. civ.*, IV, Torino 1989, p. 438 ss.