



**Profili attuali dei titoli di credito:  
Dai titoli individuali ai titoli di  
massa**

**I fenomeni della  
Dematerializzazione e della  
Cartolarizzazione**

# I Titoli Individuali

- Primo profilo di rilevanza generale della disciplina dei titoli di credito: ... quello collegato alla “” teoria della circolazione giuridica “” [dei beni, della ricchezza, mobiliare]
- Regole accolte nel nostro ordinamento per la circolazione della ricchezza “mobiliare” [art. 1153 c.c.] ... anzi nella disposizione legale si va addirittura oltre ... l’acquisto di buona fede, in virtù di titolo idoneo al trasferimento della proprietà ... [primo comma] ... produce l’effetto di sopprimere non solo il diritto del proprietario, ma anche dei diritti parziari sulla proprietà [secondo comma, la proprietà si acquista libera da diritti altrui] ... *mobilia non habent sequelam*
- Proprietari vs. Acquirenti: derivatività ed originarietà del trasferimento; *Favor commerciale*

# I Titoli Individuali

L'applicazione di queste regole alla circolazione dei crediti incontra inizialmente alcuni problemi di ordine concettuale ... apparentemente insuperabili:

a) **idea fortemente personalistica del rapporto obbligatorio** [... ostacolava una potenziale variabilità del creditore]

b) **impossibile ipotizzare che si possa diventare creditori per fatto di un terzo (il cedente) e non del debitore** ... con conseguenza che è del pari impossibile che, in difetto di titolarità dell'alienante, si possa divenire titolari di una pretesa creditoria nei confronti della persona indicata come debitore ceduto

# I Titoli Individuali

- ... creazione del congegno dei titoli di credito: idea semplice, quanto geniale ... applicare regole della circolazione mobiliare ... anche ai crediti ... attraverso un meccanismo di incorporazione in una c.d. *chartula* ... o come qualcuno ha detto: “” *trasferimento al diritto documentato della legge di circolazione del documento* “”



# I Titoli Individuali

- Incorporazione
  - Letteralità
  - Autonomia
  - Astrattezza
- 

# I Titoli Individuali

- ... in termini riassuntivi certamente il congegno normativo dei titoli di credito ... opera in chiave strumentale rispetto ad una incentivazione della CIRCOLAZIONE della ricchezza mobiliare o meglio mobiliarizzata ...
- ... passo successivo ... visione del titolo di credito come STRUMENTO DI MERCATO ... anche se è vero che in definitiva sempre il titolo di credito serve a consentire un recupero di liquidità, momentaneamente indisponibile, attraverso la negoziazione del titolo stesso ... garantita dalla variabilità del destinatario(-titolare) della pretesa creditoria

# Dai Titoli Individuali a quelli di Massa

- L'opportunità del ricorso alla disciplina cartolare si appalesa nei tempi attuali come la forma più congrua per gestire rapporti non più caratterizzati da una individualità dell'obbligazione [debitore-creditore/titolare della pretesa] ... ma da una pluralità di obbligazioni [debitore-creditori] aventi però caratteristiche fra loro del tutto omogenee

- Distinzione fra TITOLI INDIVIDUALI e TITOLI DI MASSA

... presupposti della creazione di questa nuova categoria di titoli di credito:

esigenza da parte delle imprese di realizzare provviste di capitale finanziario e di rischio ... saltando l'intermediazione del sistema bancario

# L'uso di Massa dei Titoli individuali

Passaggio intermedio: elaborazione della categoria concettuale del VALORE MOBILIARE ... *security* ...

- 1) unità elementare di operazioni di finanziamento o di investimento
- 2) categoria dei valori mobiliari non è coestensiva di quella dei titoli di credito ... il valore mobiliare può non essere circolante ... e non è neanche detto che sia assoggettato a regimi circolatori cartolari] ...

# I Titoli di Massa

Passaggio alla categoria concettuale degli STRUMENTI FINANZIARI ... supera nozione di valore mobiliare ... incorpora scopo causale del ricorso alla emissione di tali strumenti ... la funzione di finanziamento collettivo connota la massa dei titoli

Distinzione fra titoli di massa che sono tali perché destinati ad una effettiva diffusione tra il pubblico ... e titoli che vengono considerati di massa perché emessi in più esemplari e portatori di medesimi diritti

[caratteri: a) dell'emissione in serie; b) nei confronti del pubblico indifferenziato dei risparmiatori c) collegata ad una operazione economica unitaria]

# I caratteri dei Titoli di Massa

I caratteri essenziali dei titoli di massa:

a) **caratteristiche omogenee;**

b) carattere della piena **fungibilità** di ogni titolo con altro del medesimo taglio

(ed inoltre che tale fungibilità non sia collegabile al solo momento della emissione ma permanga anche e soprattutto dopo le successive vicende circolatorie);

c) come detto, effettiva **destinazione alla diffusione** fra il pubblico

# Dematerializzazione dei titoli di credito

Tendenza nei sistemi moderni a superare limiti fisici della circolazione cartolare [passaggio della *chartula*] ... ma non sopprimendo prerogative proprie della disciplina cartolare

... esigenza che la motiva: ridurre o eliminare la manipolazione di masse cartacee quale conseguenza delle imponenti dimensioni raggiunte dalla circolazione della ricchezza mobiliare

# Dematerializzazione dei titoli di credito

## PRIMA FASE: Dematerializzazione 'facoltativa'

... dematerializzazione della circolazione [realizzata nel 1986, con la l. n. 289, che prevede l'istituzione della gestione accentrata esclusiva presso la Monte Titoli] ... o "" disincorporazione del diritto (cartolare) dal titolo "" [OPPO]

## CARATTERISTICHE:

- 1) il documento non viene eliminato ... ma viene fatto oggetto di un **deposito alla rinfusa** di documenti dello stesso genere, realizzato dal titolare attraverso intermediari finanziari che a sua volta sub-depositano presso la Monte Titoli;
- 2) si procede ad una **annotazione in conti intestati ai depositanti** dei documenti depositati

# Dematerializzazione dei titoli di credito

3) **l'amministrazione dei titoli depositati è centralizzata** [riscossione diretta dei **diritti patrimoniali** da parte di Monte Titoli per conto dei depositanti; rilascio di certificazioni sostitutive per consentire ai titolari l'esercizio dei diritti amministrativi scaturenti dai titoli depositati]

4) **il trasferimento dei titoli fra depositanti si realizza con una scritturazione di giro che produce gli effetti propri del trasferimento secondo la disciplina legislativa della circolazione dei titoli** [ la circolazione “”scritturale“” è equivalente alla circolazione reale-cartolare di quei dati titoli]

5) dal sistema di gestione accentrata è possibile uscire chiedendo la **riconsegna dei titoli depositati** con riassoggettamento della circolazione dei medesimi alle forme della circolazione cartolare oltre che agli effetti di quest'ultima

# Dematerializzazione dei titoli di credito

## SECONDA FASE: Dematerializzazione 'obbligatoria'

... dematerializzazione dei documenti [realizzata in via obbligatoria per gli strumenti finanziari pubblici e privati destinati ad una effettiva diffusione fra il pubblico nel 1998 dal d.lgs. n. 213, disposizioni per l'introduzione dell'Euro]

### CARATTERISTICHE:

- 1) **eliminazione del documento cartaceo circolante**
- 2) la situazione soggettiva è documentata in via esclusiva dalle risultanze di un **conto intestato al titolare in registri tenuti dall'emittente** (o da un intermediario)
- 3) la circolazione avviene mediante **scritture di giro**
- 4) ... sebbene sia stato interrotto il legame fra **diritto sul titolo** (che non può esservi) e **diritto dal titolo** (che permane anche in assenza del titolo ... l'equivalenza fra circolazione scritturale e circolazione reale viene affermata non già in virtù di una permanente esistenza del documento (come detto, invece soppresso) ... ma in forza di una previsione di rango legale che **garantisce**, e prima ancora consente, l'**applicazione del regime cartolare**

# Dematerializzazione dei titoli di credito

## Sistema confluito nel TUF del 1998:

a) **sostituzione dei titoli con iscrizioni o registrazioni contabili presso una società di gestione accentrata** (viene meno *esclusività* per Monte Titoli) ... [SGR: accende conti a nome dell'emittente e a nome dell'intermediario autorizzato, tramite il quale deve avvenire l'esercizio e il trasferimento del relativo diritto da parte dell'intermediario;

**INTERMEDIARIO:** registra in conti separati fra loro, per ogni titolare, gli strumenti finanziari, i loro trasferimenti e i vincoli sui medesimi strumenti

b) **esercizio e trasferimenti del diritto possono effettuarsi soltanto tramite intermediari autorizzati**

# Dematerializzazione dei titoli di credito

## Regolamento, adottato con Delibera Consob 11600 del 1998:

... aveva precisato cosa dovesse intendersi per strumenti finanziari diffusi fra il pubblico ... che rendeva necessaria l'immissione degli strumenti finanziari nel sistema in regime di dematerializzazione ... sono tali:

- 1) se sono negoziati o destinati alla negoziazione nei mercati regolamentati italiani
- 2) se l'emittente abbia già strumenti finanziari quotati ovvero rientri nell'elenco di cui alla delibera Consob 11520 del 1998
- 3) se si tratta di titoli di debito emessi per importo superiore a 300 miliardi [lire]

# Dematerializzazione dei titoli di credito

Gli emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, ai sensi dell'art. 116 (TUF), sono stati definiti dall'art. 2-bis del Regolamento Consob n. 11971/1999 (Regolamento Emittenti) con riferimento sia alle azioni sia alle obbligazioni

... possibile anche che tale destinazione alla diffusione venga ravvisata per valutazione della Consob; ovvero che vi sia una scelta volontaria dell'emittente che decida, “ferma restando la negoziabilità degli strumenti finanziari sul mercato dei capitali”, di dematerializzarli

... tutto ciò esprime l'esigenza di non rinunciare alle tecniche di tutela consentite dalla disciplina cartolare ... anche se ha fatto giustamente considerare ad una illustre dottrina che da questa disciplina deriva il tramonto dei titoli di credito di massa ... perché laddove veramente tali, nei termini detti ... non potranno più essere rappresentati da titoli

# La Cartolarizzazione dei crediti

... Fenomeno della Cartolarizzazione ... introdotto con L. 130/1999 ...

ricorso alla tecnica della *securitization* [cartolarizzazione dei crediti] ... ovverosia *trasformazione in crediti cartolari di crediti che sino a quel momento non lo erano* ... e ciò, al fine dell'assoggettamento di tali crediti alla disciplina della circolazione cartolare ... e dei relativi vantaggi offerti da tale modalità di circolazione

L. 130 ... non contiene una definizione di cartolarizzazione ... ma fissa le condizioni perché ad una operazione di **cessione dei crediti** attuata mediante cartolarizzazione possa essere applicata tale disciplina

# La Cartolarizzazione dei crediti

## CARATTERI ECONOMICO-GIURIDICI dell'operazione:

- a) ... si tratta di una operazione di **cessione a titolo oneroso dei crediti**, di cui sia titolare il cedente (*Originator*)
- b) per sottrarre tale cessione al regime di cui agli artt. 1260 ss c.c. ... la *cessione* viene 'veicolata' attraverso l'**emissione di *chartulae negoziabili*** ... (titoli di credito) [Art. 58 TUB: avviso in G.U.]
- c) **triangolazione giuridica** ... emissione non viene effettuata dal cedente ma dal primo **cessionario** ... che a sua volta può ricorrere ad un ulteriore soggetto (*SVP* e *Servicer*)

# La Cartolarizzazione dei crediti

## ESITI DELLA OPERAZIONE:

- a) ... il CEDENTE **smobilizza i propri crediti** e si procura liquidità
- b) il CESSIONARIO provvede alla **emissione dei titoli ed al finanziamento del cedente** (*acquisto dei crediti: ad un valore non corrispondente al loro valore 'nominale', ma più basso; offerta dei titoli: serve a pagarne acquisto e a creare liquidità* )
- c) i SOTTOSCRITTORI dei titoli **effettuano un investimento ... garantito**: attraverso la *separazione dei crediti* oggetto di cessione (dalla cui gestione e riscossione si genereranno i flussi utili a corrispondere ai sottoscrittori rendimento); *l'applicazione a tali crediti della disciplina cartolare*

# La Cartolarizzazione dei crediti

**RICOSTRUZIONE GIURIDICA**: fenomeno vicino ai meccanismi del *Trust* ... il cessionario acquista portafoglio crediti per destinarlo al *‘soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi ... per finanziare l’acquisto di tali stessi crediti nonché al pagamento della operazione’* (art. 1 L. 130/1999)

- 1) ... equiparazione dei titoli emessi agli **strumenti finanziari** [se ne ricorrono le condizioni, saranno soggetti anche a dematerializzazione *obbligatoria*]
- 2) ... operazione ... **raccolta del risparmio** ... relativa disciplina
- 3) ... effetto della **separazione patrimoniale** ... *‘segregazione’* .. insensibilità del patrimonio segregato ad altre vicende debitorie del cessionario ...