

BANCA D'ITALIA

**Quaderni di ricerca giuridica**

della Consulenza Legale

**Una svolta dei titoli di massa  
(Il progetto Monte Titoli)**

di Giorgio Oppo



**N. 5 - Aprile 1986**



**BANCA D'ITALIA**

**Quaderni di ricerca giuridica**

**della Consulenza Legale**

**Una svolta dei titoli di massa  
(Il progetto Monte Titoli)**

**di Giorgio Oppo**

**N. 5 - Aprile 1986**

*All'analisi economica e tecnica, sulla quale si basa l'azione che la Banca d'Italia svolge quale banca centrale ed organo di vigilanza, si accompagna, con crescente impegno, quella giuridica dei fenomeni creditizi e monetari e, più in generale, dei profili istituzionali dell'attività economica.*

*All'interno dell'Istituto è attribuito alla Consulenza Legale, accanto alle funzioni contenziosa e consultiva, il compito di svolgere indagini e ricerche in materia giuridico-bancaria.*

*I «Quaderni di ricerca giuridica» intendono essere, nell'ambito della Banca d'Italia e del sistema bancario, strumento di diffusione di lavori prevalentemente prodotti da appartenenti alla Consulenza Legale ed originati da ricerche di specifico interesse per l'Istituto.*

\*  
\*   \*   \*

*La Consulenza Legale della Banca d'Italia è grata al prof. Giorgio Oppo per aver consentito la pubblicazione nei "Quaderni" del presente saggio, dedicato ad un argomento di spiccato interesse per l'Istituto.*

## INDICE

1. Dall'esperienza «convenzionale» della Monte Titoli S.p.A. al recente disegno di legge sulla «amministrazione accentrata di valori mobiliari» .....	9
2. Le implicazioni del «sistema» .....	10
3. Alcuni problemi tecnici: <i>a)</i> l'articolazione del rapporto di «deposito» .....	11
4. <i>b)</i> e il suo possibile oggetto .....	12
5. Le implicazioni di ordine piú direttamente giuridico: I) Qualificazione della situazione di «deposito» e del diritto dei depositanti .....	14
6. II) Problemi di diritto delle società: <i>a)</i> poteri e diritti (in particolare «corporativi») dell'azionista .....	17
7. <i>b)</i> oneri e obblighi .....	20
8. Problemi di diritto cartolare: <i>a)</i> «deposito» circolazione e restituzione .....	21
9. <i>b)</i> perdita di titoli «accentrati» .....	25
10. <i>c)</i> vincoli sui titoli .....	27
11. Un rilievo sull'aspetto soggettivo dell'organizzazione del «servizio» ...	28
Appendice: Disposizioni relative all'amministrazione accentrata di valori mobiliari attraverso la «Monte Titoli S.p.A.», Camera dei Deputati, disegno di legge n. 3069- <i>bis</i> . .....	31



## 1. Dall'esperienza «convenzionale» della Monte Titoli S.p.A. al recente disegno di legge sulla «amministrazione accentrata di valori mobiliari»

Vien fatto di chiedersi se — nell'era dell'elettronica e delle sue applicazioni alla raccolta, elaborazione e trasmissione dei dati — i titoli di credito o alcuni titoli di credito, come meccanismi (di rappresentazione e trasferimento di valori) legati alla creazione e alla materiale traslazione di una *chartula*, non abbiano fatto il loro tempo. La domanda non coinvolge ancora i titoli individuali i quali non possono, almeno nei momenti caratterizzanti (strutturale e circolatorio), giovare di quelle tecnologie; coinvolge invece i titoli di massa per i quali una qualche risposta è già stata data, oltre che da note esperienze legislative straniere, dall'esperienza nazionale, sia pure di ordine «convenzionale», della Società Monte Titoli (1). Come è noto, questa Società (costituita nel 1978 per iniziativa della Banca d'Italia, di aziende di credito, di organismi professionali degli agenti di cambio e operante dal 1981) già accentra in notevole misura — con il meccanismo di una intestazione fiduciaria per così dire «di diritto comune», ottenuta tramite gli intermediari finanziari che fungono da depositari diretti — l'amministrazione di vari titoli; titoli che vengono dalla stessa Società accreditati per specie e quantità in conti intestati agli intermediari anzidetti e sono così resi negoziabili mediante operazioni contabili e di giro sui conti medesimi.

Si va dunque delineando un processo inverso a quello che ha portato a privilegiare l'incorporazione del diritto nel documento come meccanismo capace di assolvere a esigenze di speditezza e sicurezza della circolazione; un processo che può condurre (come ha condotto in altri paesi) a «smaterializzare» nuovamente il diritto o almeno ad affidarne la circolazione a meccanismi diversi dalla traslazione della *chartula*; meccanismi in rapporto ai quali si pone allora l'ulteriore domanda se, per qual via ed in quale misura essi siano (o possano essere resi) idonei a soddisfare quelle esigenze.

Queste domande si ripropongono con particolare interesse ed attualità di fronte alla prospettiva normativa concreta ora offerta da un disegno di legge al quale la ricordata esperienza della Società Monte Titoli ha preparato il terreno e dovrebbe anzi fornire il supporto organizzativo: il disegno (Goria) n. 3069 *bis* del 1985, relativo appunto alla «amministrazione accentrata di valori mobiliari attraverso la Monte Titoli S.p.A.». Esso consta di un unico articolo su 12

---

(1) Su queste esperienze, anche per i richiami, L. GUALANDI, *Il Monte Titoli. Le operazioni*, Milano, 1983. Ma vedi già P.G. JAEGER, *La separazione del patrimonio fiduciario nel fallimento*, Milano, 1968, p. 319 ss. e *Il voto divergente*, Milano, 1976, p. 7 ss.; F. GIORGIANNI, *I crediti disponibili*, Milano, 1974, p. 62 ss.; da ultimo, F. CHIOMENTI, *Biglietti di ammissione in assemblea per azioni depositate al Monte Titoli*, in *Riv. dir. comm.*, 1984, I, p. 235 ss..

commi, stralciato dal disegno n. 3069, riguardante le società fiduciarie; già approvato dalla Commissione finanze e tesoro del Senato, è ora all'esame dell'omologa Commissione della Camera. Sembra il caso di renderlo oggetto di una non fuggevole osservazione sotto i profili testé accennati.

## 2. Le implicazioni del «sistema»

Il disegno di legge ha molteplici ed interferenti implicazioni di ordine politico-legislativo, tecnico e propriamente giuridico.

Dal primo punto di vista esso si inserisce nella tendenza alla organizzazione e gestione «di massa» di interessi per sé individuali, anche se propri di gran numero di soggetti, tendenza portatrice a un tempo di vantaggi e di rischi. I vantaggi sono intuitivamente di carattere funzionale ed economico. I rischi sono quelli della sottrazione, a certe posizioni soggettive, di poteri con esse naturalmente connessi o della sollecitazione a rinunziarvi; con la conseguenza, da un lato, della diseducazione dei singoli all'autotutela e, dall'altro, della creazione, diretta o indiretta, tra le parti e anche verso terzi o sul mercato, di posizioni di potere sproporzionate alle situazioni di interesse: superfluo richiamare gli esempi delle azioni di risparmio e delle varie, e anche recentissime, forme di gestioni patrimoniali fiduciarie. Compito del legislatore è, o dovrebbe essere, quello di assicurare, nell'ammettere e nel disciplinare tali forme di «delega», un equilibrio tra interesse, potere e responsabilità.

La filosofia del progetto sembra sottrarsi ai rischi anzidetti. L'accentramento opera infatti solo sulla gestione finanziaria, non anche sull'esercizio di altri diritti eventualmente connessi ai titoli. Per il resto, innova sí ai modi di negoziazione, sostituendo alla circolazione «reale» una circolazione scritturale o contabile, ma non conferisce al gestore disponibilità in senso proprio e neanche «smaterializza» il diritto *ex titulo* come hanno fatto altre legislazioni (legge francese n. 81-1160 e decreto n. 83-359; per i titoli obbligazionari, legge danese del 1983). Da questo punto di vista, per quanto attiene alle domande poste all'inizio, il progetto comprime le funzioni della *chartula*, ma non la elimina.

Queste scelte appaiono complessivamente ispirate ad una prudenza condivisibile, specie in una prima fase di sperimentazione, non essendo consigliabile sganciare, in modo radicale ed improvviso, la tecnica giuridica e la tecnica operativa da modelli tradizionali; appaiono d'altro canto apprezzabili già in termini di maggior sicurezza della custodia, di semplificazione del movimento dei valori, di coordinamento con quanto è avvenuto o va avvenendo in altri paesi (oltre che in quelli già citati, particolarmente in Germania, fin dal Depotgesetz del 1937, forse la legge straniera alla quale piú si avvicinano le linee generali del progetto in esame). Sono scelte che aprono tuttavia, come è inevitabile, piú problemi tecnici e giuridici. Basti considerare che occorre conciliare le nuove forme di negoziazione con le esigenze di sicurezza degli acquisti, tradizionalmente assolte dai meccanismi cartolari; che occorre coordinare il voluto «blocco» della circolazione del documento con la sua persistente energia giuridica, cioè con la sua oggettiva capacità di fungere, con effetti cartolari, da strumento di esercizio e di circolazione; che occorre articolare — come sembra ine-



vitabile e come appunto fa il progetto — il rapporto di «deposito» (e di gestione) su più livelli e cioè tra depositante, intermediario finanziario aderente al sistema (secondo il progetto: «depositario»), Monte Titoli («subdepositario»).

Sotto tutti questi profili occorre assicurare che ai vantaggi anzidetti — per la verità non esaltanti per l'utente «medio», anche se rilevanti nella organizzazione del «servizio» — non corrisponda un costo eccessivo, non tanto in termini patrimoniali quanto in termini di sicurezza degli acquisti e di tutela dei diritti.

### **3. Alcuni problemi tecnici: a) l'articolazione del rapporto di «deposito»**

La definizione dei problemi tecnici può essere in massima rimessa a una disciplina statutaria o regolamentare: taluni riflessi di immediato rilievo giuridico devono essere tuttavia fissati con la garanzia della legge.

Questo vale anzitutto per alcuni momenti del rapporto gestorio o di «deposito» nell'articolazione sopra accennata. E' cioè opportuno fissare con legge talune regole essenziali almeno per quanto riguarda i compiti, rispettivamente, del «depositario» e del «subdepositario» e la responsabilità dell'uno e dell'altro verso il depositante per la custodia, l'esecuzione di richieste e di ordini, l'esattezza e verità delle registrazioni.

In proposito il progetto (comma 3°), dopo aver legittimato la Monte Titoli a «tutte le operazioni inerenti all'amministrazione accentrata», commette ai «depositari» (intermediari finanziari) di rilasciare, «in conformità alle proprie registrazioni contabili», certificazioni attestanti la partecipazione al sistema e anche (comma 7°) di iscrivere i vincoli «in apposito registro»; d'altra parte devolve alla Monte Titoli di «mettere a disposizione del depositario» titoli a lui girati ai fini del ritiro da parte del depositante, mentre niente di preciso dispone per quanto riguarda le operazioni di trasferimento. Non è quindi chiaro come si distribuiscano — tra depositario e sub-depositario — le diverse attribuzioni e la stessa detenzione dei titoli (con le responsabilità relative). In proposito si può osservare;

- che, a stare alla qualificazione della Monte Titoli come «subdepositario», la detenzione dovrebbe essere attribuita alla medesima;
- che tuttavia, mentre nella previsione codicista (art. 1770 c.c.) il subdeposito appare strumentale al deposito (e cioè alla prestazione della custodia da parte del depositario), qui il rapporto si inverte perché è il subdeposito a dare il tono all'operazione complessiva e a realizzarne le finalità;
- che pertanto è opportuno che (anche) il subdepositario abbia rapporto diretto con il depositante e responsabilità diretta verso costui, in solido con il depositario;
- che, per ciò stesso, è da escludere la configurabilità di un (unico) deposito (effettuato dall'intermediario aderente) nell'interesse del terzo (depositante) ai sensi dell'art. 1773 c.c.;

- che resta aperta invece la possibilità di considerare la Monte Titoli, anziché come subdepositaria in senso proprio (art. 1770, comma 1°, c.c.), come codepositaria (ai sensi dell'art. 1772, comma 3°), il che dipenderà da ciò che la detenzione sia attribuita solo alla Monte Titoli o, almeno *pro parte*, anche all'intermediario aderente:
- infine che il rapporto trilatero deve essere unitariamente disciplinato per i titoli nominativi e per i titoli al portatore (anche se per i secondi non si rende necessaria l'intestazione alla Monte Titoli) e in particolare che anche per i titoli al portatore non devono crearsi due rapporti non comunicanti tra depositante e depositario e tra depositario e Monte Titoli.

Senza pregiudizio della miglior precisazione delle diverse attribuzioni, quando nel seguito dell'esportazione mi riferirò genericamente al «Monte», il riferimento è da intendere alla organizzazione gestoria nel suo complesso.

#### 4. b) e il suo possibile oggetto

Altro aspetto tecnico che ha un immediato riflesso giuridico è quello della determinazione dei possibili oggetti dell'amministrazione accentrata, determinazione alla quale si collega la garanzia di una consapevole volontà di adesione del depositante al sistema.

Secondo il progetto (comma 3°), il contratto di deposito porta *naturalmente* («salvo diverso patto scritto») all'amministrazione accentrata. Questa previsione renderebbe necessario che quegli oggetti fossero preventivamente determinati e resi noti con la maggior precisione possibile.

In proposito il progetto menziona genericamente, nel comma 1°, come possibili oggetti di amministrazione accentrata, i «valori mobiliari» mentre, nel comma 2°, riferisce l'anzidetto effetto naturale di «accentramento» più specificamente al deposito di «azioni quotate nei mercati regolamentati e altri valori mobiliari non azionari largamente negoziati per i quali la Monte Titoli S.p.A. offre il servizio di amministrazione accentrata». Queste formulazioni appaiono, sotto diversi aspetti, opinabili o imprecise almeno per quanto riguarda gli «altri valori mobiliari» (per le azioni il riferimento ai «mercati regolamentati» è da intendere come riferimento ai mercati ufficiale e ristretto).

Ed invero:

a) Non è chiarito il rapporto tra valori che possono essere oggetto della «amministrazione accentrata» del Monte e valori oggetto della «gestione centralizzata» già realizzata dalla Banca d'Italia. A prescindere da una eventuale unificazione di tali servizi, la Monte Titoli può «accentrare» anche titoli pubblici, «gestiti» o gestibili dalla Banca d'Italia, e/o titoli pubblici diversi (emessi da regioni, provincie, comuni, enti di gestione ecc.)?

b) Mentre per le azioni si richiede la quotazione («nei mercati regolamentati») — fissando così in modo univoco non solo le categorie di titoli ma il

loro grado di «diffusione» — per gli altri valori mobiliari si dice solo che devono essere «largamente negoziati». La diversa identificazione del livello di diffusione non ha (in un sistema che si propone di «razionalizzare le negoziazioni») spiegazione evidente e crea incertezza sulla estensione e il contenuto dei valori non azionari inclusi nella gestione accentrata.

E' vero che alla «larga negoziazione» la legge (v. ora art. 5, legge 1985, n. 281) fa riferimento anche a proposito della ammissione (d'ufficio) alla quotazione di borsa, ma altra cosa è ovviamente che il requisito sia (sia stato) a questo fine verificato dalla Consob — verosimilmente secondo i criteri dalla stessa Consob fissati *ex art. 20* della legge citata per la ammissione alla quotazione in genere — e altra cosa che sia apprezzato dal Monte ai fini della inclusione del titolo nel sistema accentrato; altra cosa ancora è che sia conoscibile e valutato dal depositante. D'altra parte «larga negoziazione» e «grado di diffusione tra il pubblico» (artt. cit.) non sono requisiti sufficienti alla quotazione *tout court* occorrendo, in più, non solo che la negoziazione sia anche «abituale» ma che concorrano gli ulteriori «requisiti prescritti» (in particolare: di capitale, di redditività e gli altri che possano essere richiesti dalla Consob *ex art. 20*, cit.).

c) Altri ed intuitivi motivi di incertezza, circa l'inclusione e le modalità di inclusione nel sistema, possono prospettarsi (l'elenco non pretende di essere esauriente): per i titoli sospesi o esclusi dalla quotazione; per i titoli non ammissibili alla quotazione per via di vincoli della circolabilità; per i titoli non liberati, i titoli rimborsabili per sorteggio e quelli con diritto a premi; per i certificati di fondi di investimento, i certificati di deposito, le accettazioni bancarie; per i titoli esteri, pubblici o privati, posseduti da cittadini italiani o stranieri; per i titoli italiani posseduti da stranieri.

d) Dopo ciò, appare chiaro che, una previsione normativa secondo cui i valori «accentrabili» confluiscono naturalmente («salvo diverso patto scritto») nel sistema, supporrebbe che le anzidette incertezze siano eliminate dalla stessa legge: non pare infatti che diversi meccanismi di determinazione ed informazione possano dare garanzia di concreta conoscenza e volontà del depositante e quindi possano legittimare il prodursi automatico delle conseguenze dell'accentramento (a principiare dalla disintestazione dei titoli). Di contro, non sembra opportuno determinare rigidamente e definitivamente le categorie di valori accentrabili e sottrarre al Monte (o a chi per esso) ogni facoltà di apprezzamento e di progressivo adeguamento sotto l'aspetto considerato.

Sembra quindi miglior partito, e del resto conforme a principi di rispetto dell'autonomia privata e del suo consapevole esercizio, richiedere l'adesione espressa del depositante al sistema (si ricordi che anche il semplice subdeposito richiede «il consenso del depositante»: art. 1770 c.c.); con il che il depositante apprenderà al momento del deposito che i suoi titoli possono avere una certa sorte e sarà garantita la sua effettiva volontà di adesione. Ciò non esclude una qualche determinazione preventiva in base a una o altra caratteristica ed in specie a un certo grado di diffusione e negoziabilità (quale potrebbe essere, almeno in una prima fase, la quotazione al mercato ufficiale o ristretto); determinazione che potrebbe allora non escludere successive estensioni, anche ad iniziativa del Monte, giacché una simile iniziativa non minaccerebbe più di sorprendere gli interessati.

## 5. Le implicazioni di ordine più direttamente giuridico: I) Qualificazione della situazione di «deposito» e del diritto dei depositanti

Le implicazioni di ordine prettamente giuridico riguardano essenzialmente il diritto delle società e il diritto dei titoli di credito: il primo, soprattutto sotto il profilo dell'esercizio dei diritti relativi alle azioni; il secondo, sotto il profilo dell'acquisto, disposizione, conservazione dei diritti *ex titulo* verso l'emittente e verso i terzi, cioè sotto il profilo della tutela obbligatoria e reale del portatore. Ulteriori implicazioni si prospetterebbero sul piano della disciplina dello stesso rapporto (e meccanismo) dell'emissione tra emittente, controparte dell'emissione e Monte, quando si giungesse ad una smaterializzazione del diritto *ex titulo*: la quale tuttavia, come già accennato, non è realizzata dal progetto.

Ciò posto, sia per quanto attiene alle incidenze di diritto societario che per quanto attiene a quelle di diritto cartolare, il primo quesito da porre è quello (certo non meramente concettuale e la cui soluzione è anzi presupposta da ogni altra conclusione) della natura della situazione giuridica che si determina con l'accentramento dei titoli e, in corrispondenza, della natura del diritto del depositante.

a) Posto al fondamento della gestione accentrata un rapporto di deposito, ed escluso (comma 12°) che il Monte operi come società fiduciaria, la alternativa, per quanto riguarda il titolo della detenzione (senza escludere il concorso di elementi del mandato) è tra deposito regolare ed irregolare e tra le corrispondenti situazioni attive del depositante.

Come ho già rilevato, nel progetto (comma 2°) l'accentramento è articolato in due operazioni, di «deposito» e di «subdeposito»; ma è la seconda, in funzione della quale i titoli sono, in particolare, resi pienamente fungibili, che qualifica l'operazione nel suo complesso. Orbene l'operazione complessiva deve nella specie considerarsi di deposito *regolare* e non irregolare.

b) Come è noto, il deposito irregolare è caratterizzato non solo dalla natura fungibile dell'oggetto ma dall'attribuzione al depositario del potere di «servirsi delle cose», e quindi di disporre nel proprio interesse, salva la restituzione del *tantundem* (art. 1782 c.c.).

Quanto al primo requisito, esso può essere apprezzato vuoi alla stregua delle caratteristiche oggettive del bene, vuoi alla stregua della volontà e considerazione delle parti. Nel progetto la fungibilità è realizzata anche per i titoli nominativi dalla girata alla Monte Titoli (almeno come fungibilità con tutti gli altri titoli della stessa specie «accentrati»); né ad essa pone ostacolo di per sé la numerazione dei titoli, altra cosa essendo la fungibilità e altra la identificabilità delle specie ed essendo nel caso espressamente ammessa la restituzione di titoli diversi da quelli consegnati (comma 4°).

Non sussiste invece, nella situazione in esame, l'altro requisito del deposito irregolare e cioè la «facoltà di servirsi delle cose», non potendo questa facoltà confondersi con la autorizzazione a restituire specie diverse da quelle consegnate *ma pur sempre tratte dalla massa in deposito*. Questa autorizzazione, a differenza dalla facoltà di disporre «per servirsi» delle cose, non suppone af-

fatto attribuzione della proprietà: né delle specie singole, né della massa; né di proprietà *tout court*, né di proprietà fiduciaria. Essa non è altro, in sostanza, che autorizzazione a procedere alla divisione — tra gli aventi diritto — della massa in cui le specie si sono confuse o, se si preferisce, autorizzazione a procedere alla «separazione» dalla massa della «quantità» spettante al singolo depositante (F. GIORGIANNI, cit.).

c) L'autorizzazione in discorso non converte pertanto il diritto dei depositanti, né il diritto del singolo depositante, in un diritto *di credito* verso il depositario al *tantundem*; crea invece tra i depositanti (che il progetto chiama anche e significativamente «partecipanti») una *comunione del diritto sulla totalità delle cose depositate*.

Deposito *regolare* della massa dunque, come è espressamente qualificato il deposito centralizzato di titoli pubblici presso la Banca d'Italia dalle relative «norme» e come non sarebbe male qualificare espressamente anche quello in questione; e configurazione del diritto del singolo analoga a quella che vale per il c.d. deposito «alla rinfusa».

A quest'ultimo proposito si discute se la comunione di diritto tra i depositanti «alla rinfusa» sia una comunione «per quote» di tipo romano, preferendosi da taluno la configurazione di una comunione «per quantità»; il che spiegherebbe anche la possibilità, per ciascun depositante, di ottenere il proprio senza ricorrere a un vero procedimento di divisione. Non interessa qui stabilire se quella possibilità derivi dalla natura dell'oggetto del diritto o (come sembra più attendibile) dalla natura del rapporto (di ciascun depositante con il depositario) e dalla legittimazione del depositario a liberarsi restituendo a ciascun depositante il suo. Certo è che non può configurarsi né proprietà del depositario, né diritto attuale del depositante *pro diviso* su specie singole, ma solo un diritto comune ai depositanti sulla massa.

Non sembra possa argomentarsi in contrario dall'art. 939 c.c. secondo cui «quando più cose appartenenti a diversi proprietari sono state unite o mescolate in guisa da formare un sol tutto, ma sono separabili senza notevole deterioramento, ciascuno conserva la proprietà della cosa e ha diritto di ottenerne la separazione». In realtà, la possibilità di conservare la proprietà *pro diviso* suppone non solo che le più cose siano separabili senza danno ma che, malgrado la «unione» o «commistione», non si sia verificata tra di esse *confusione*, talché siano ancora individuabili quelle «appartenenti ai diversi proprietari». Se vi è confusione, non può esservi proprietà singola ma solo comunione di diritto «in proporzione del valore delle cose spettanti a ciascuno» (come dice lo stesso art. 939). D'altro canto, e comunque, non è immaginabile che «si conservi» la proprietà delle cose apportate alla massa e non si abbia (come non si ha nella situazione che interessa) diritto di riavere quelle stesse cose.

Non si può quindi condividere l'avviso di chi (F. GIORGIANNI, cit.) pur ammettendo che nel deposito alla rinfusa vi è comunione, sia pure «per quantità», ritiene che la situazione sia riconducibile alla norma citata.

La conclusione è che tra i depositanti è configurabile solo una compartecipazione *alla massa dei titoli in deposito*: una compartecipazione alla massa dei titoli e non al loro «valore», non essendovi, neanche sotto questo profilo, «smaterializzazione» del diritto, né di ciascuno, né di tutti.

d) Questa configurazione non consente tuttavia (contro quanto talvolta si afferma) di apprezzare la situazione in termini di *comproprietà* tra i partecipanti e di quota di *comproprietà* del singolo partecipante (di *comproprietà* parlava l'art. 11 del disegno di legge sulla «disciplina delle società fiduciarie e di revisione» nel testo del 19 giugno 1985).

Il deposito non suppone la proprietà del depositante e non può attribuirgliela neanche in via presuntiva: lascia inalterata la situazione di diritto relativa al bene depositato e quindi il titolo (uno o altro titolo) e anche l'assenza di titolo del depositante. Ciò è stato chiarito anche a proposito del deposito nei magazzini generali ed è nettamente percepito dalla legge quando connette ai titoli («rappresentativi») che si originano da consimili operazioni (come da operazioni di trasporto) una situazione attiva che prescinde dalla proprietà e quando specifica che i titoli stessi «attribuiscono al possessore di diritto alla consegna delle merci che sono in essi specificate, il possesso delle medesime e il potere di disporre (mediante trasferimento del titolo)» (art. 1996 c.c.).

Anche nel nostro caso, prescindendo dalla mancanza di un documento «rappresentativo» dei valori depositati, questa sembra la situazione attiva «comune» ai depositanti, giacché ciò che essi hanno (e devono avere) all'atto del deposito è il possesso *ad legitimationem* dei titoli «accentrati» (cioè il possesso abilitante all'esercizio e alla disposizione del diritto portato dai titoli). Tale possesso essi conservano *attraverso la detenzione del depositario* e il diritto verso di lui alla riconsegna, pur trasferendolo ciascuno dai titoli singoli a una quota della massa e «condividendolo» con gli altri.

La situazione è dunque ben definibile in termini di *compossesso* (si è anche parlato di «comunione della disponibilità», ma la formula sembra meno propria giacché la disponibilità resta in realtà, e proprio in ragione della fungibilità delle cose e della «mediazione» del depositario, individuale).

La precisazione è importante perché — non essendovi riconoscimento di proprietà né in capo al depositante né in capo al Monte (riconoscimento che possa essere invocato dall'acquirente) — *resta aperto il problema dell'acquisto del terzo nella c.d. circolazione anomala* (in sostanza, il problema dell'acquisto *a non domino*). Il problema nella circolazione «reale» è risolto con l'applicazione della regola «possesso (*della res*) vale titolo», regola che è applicata alla circolazione dei titoli di credito ma che è inapplicabile a trasferimenti operati senza circolazione della cosa documentale.

e) Quanto alla legittimazione ad esercitare il diritto e a disporre, può sembrare che la prevista intestazione al Monte ostacoli la legittimazione dei (singoli) depositanti. E' subito da rilevare tuttavia che questa legittimazione non è pienamente sostituita (e non deve essere sostituita), né sostanzialmente né formalmente, da una legittimazione della Monte Titoli: escluso il trasferimento sia pure fiduciario, quest'ultima ha, come si è detto, solo la gestione finanziaria dei titoli nell'interesse e in nome (della massa) dei depositanti e per il resto non ha legittimazione alcuna ad esercitare e a disporre ma solo a restituire.

Sotto questi aspetti, la legittimazione sostanziale — intesa come titolo ad ottenere anche la legittimazione formale — *resta ai depositanti* e si tratterà di vedere come possa e debba operare.

f) La fungibilità dei titoli depositati va considerata sotto un ulteriore riflesso, quello della esigenza di tenerli distinti e di renderli distinguibili dal patrimonio della Monte Titoli.

L'autonomia del patrimonio gestito dal patrimonio del gestore (assicurata legislativamente in altre ipotesi e così per i fondi di investimento mobiliari: art. 3, legge 1983, n. 77) qui è rimessa alla qualificazione del rapporto di affidamento come deposito regolare; ma la riconoscibilità e opponibilità del titolo della detenzione potrebbe essere messa in discussione dai terzi, malgrado la qualità professionale del depositario, non solo per i titoli al portatore ma anche per i titoli nominativi che figurino intestati al Monte. Infatti un possesso in proprio di titoli e anche di partecipazioni da parte del Monte non può essere escluso in tutto (e non è escluso in tutto neanche dallo statuto attuale della Monte Titoli S.p.A., art. 7).

Ad evitare un simile rischio (comune alle situazioni *lato sensu* fiduciarie) è consigliabile che tutti i titoli «in deposito» rechino una indicazione che dichiari la detenzione del Monte ai sensi della legge emananda. La cautela è opportuna anche a prescindere dall'ipotesi di «crisi», ipotesi remota ma che la legge non può ignorare (il progetto prevede il commissariamento della Monte Titoli e farebbe bene a prevederne anche la liquidazione coatta). Si vedrà del resto (*ultra*, n. 6) che la cautela è opportuna anche sotto altro profilo.

g) Le considerazioni che precedono rendono avvertiti che non è possibile diretta estensione, alla situazione che interessa, di valutazioni che ipotizzino un *trasferimento* fiduciario dei titoli al gestore né estensione in senso inverso, salvo che si riconosca (anche nell'ordine di problemi di cui sopra, *sub f*: P.G. JAEGER, *La separazione* ecc., cit., specie pp. 287 ss.) la prevalenza dell'appartenenza sostanziale sulla proprietà «formale». Proponibili, sono, invece, problemi e soluzioni particolari relativi a situazioni di contitolarità «confusa» di cose fungibili, anche originate da titolo diverso dal deposito (v. ancora JAGER, cit.).

## 6. II) Problemi di diritto delle società: a) poteri e diritti (in particolare «corporativi») dell'azionista

Veniamo, dopo ciò, ai problemi che si prospettano sul piano societario. I principali riguardano da un lato l'esercizio, stragiudiziale e giudiziale, dei diritti di socio (o di obbligazionista) di tipo «corporativo» (voto, recesso, opzione, conversione, impugnazione, denuncia ecc.; incidentalmente osservo che, nel menzionare le norme che prevedono tali diritti, il comma 3° del progetto omette l'art. 2376 c.c., relativo alle assemblee speciali); dall'altro, l'adempimento degli oneri e degli obblighi sociali ed extra sociali che incombono ai titolari della partecipazione. Cominciamo dai problemi del primo ordine.

a) Come ho accennato, la legittimazione all'esercizio dei diritti sociali non può essere attribuita alla Monte Titoli: né in via primaria, né in via secondaria, a meno di correre il rischio di concentrare in questo organismo la gestione di notevole parte dell'economia nazionale. Non basta quindi dire (come dice il progetto) che l'esercizio di quei diritti «è riservato ai titolari di azioni e di obbligazioni»; occorre anche vietare la delega (oltre che alle banche «depositarie», al che già provvede l'art. 2372 c.c.) alla Monte Titoli. Occorre vietarla espressamente, giacché la Monte Titoli non è qualificabile «azienda o istituto di credito» ed occorre vietarla per legge, non essendo, questa, materia che possa essere rimessa a statuti o regolamenti.

b) Esclusa la legittimazione del Monte, come mantenerla o restituirla al depositante?

Ipotizzando il trasferimento fiduciario alla Monte Titoli, si è ritenuto (F. CHIOMENTI, cit.), che il fiduciante non abbia più la posizione di socio e non possa essere legittimato *come tale* neanche da un atto del fiduciario. Il secondo non potrebbe rilasciare al primo un biglietto di ammissione «in proprio» ma solo una delega: una delega, è da aggiungere, che dovrebbe essere conferita di volta in volta e che sarebbe in genere soggetta a tutti i limiti di cui all'art. 2372 c.c.. Si è visto tuttavia che nel sistema del progetto il Monte non può essere considerato proprietario, sia pure fiduciario, dei titoli e peraltro quella difficoltà sarebbe ovviamente eliminata da una espressa permissione legislativa.

Si può piuttosto osservare che la contitolarità della situazione di legittimazione sostanziale tra i «partecipanti» dovrebbe per sé portare all'applicazione dell'art. 2347 c.c. (la contitolarità della legittimazione sostanziale equivale certamente, sotto questo profilo, alla «comproprietà» di cui parla la norma citata); e quindi dovrebbe portare ... all'esercizio dei diritti attinenti a tutti i titoli di una certa società, accentrati nel sistema, a mezzo di unico rappresentante. Ma anche questa regola è superabile da una diversa previsione legislativa, la quale esimerebbe dal chiedersi se la titolarità comune del diritto su una massa di cose fungibili, e ripartibili *pro quota* in natura, sia disciplinata allo stesso modo o in modo diverso dalla comunione su altri beni per quanto attiene all'esercizio del diritto; ed esimerebbe altresì dal chiedersi quali siano in materia di titoli azionari le conseguenze, sul piano dell'esercizio del diritto (e dei diversi diritti sociali), della dissociazione tra titolarità e legittimazione (sul punto ora ANGELICI, in *Riv. dir. comm.*, 1983, I, p. 35 ss.).

c) In definitiva non vi è ostacolo ad ammettere — come ammette il progetto — il rilascio, da parte del Monte, di una certificazione che abiliti singolarmente, in proprio ed anche permanentemente, il depositante all'esercizio dei diritti in discorso per la sua quota di partecipazione alla massa. Questa certificazione troverà peraltro corrispondenza nella intestazione della partecipazione azionaria nel registro dell'emittente, intestazione che non è modificata, e non vi è motivo di modificare, finché i titoli non siano oggetto di effettivo trasferimento.

Resta piuttosto che, secondo la previsione del progetto, titoli e registro richiederebbero intestazioni diverse: i primi al Monte, il secondo al depositante. An-



che qui sarebbe la legge a legittimare questa discordanza in considerazione della particolare funzione della intestazione al Monte ed a superarla con il rilascio all'interessato della anzidetta certificazione: né sembra che la discordanza provochi reali inconvenienti sul piano ora considerato. A voler eliminare ogni disarmonia e possibilità di equivoco, sembra possibile osservare che l'intestazione al Monte non rappresenta una necessità ineludibile neanche al fine di realizzare quel tanto di fungibilità che è richiesto dall'autorizzazione a restituire specie diverse da quelle consegnate dal depositante. L'intestazione al Monte può infatti essere sostituita da una annotazione sul titolo di *deposito presso il Monte* «ai sensi e per gli effetti» della legge emananda (o analoga menzione da inserire nella girata): «sensi» ed «effetti» che abilitano il Monte o chi per esso, a riscuotere rendite e a girare i titoli per la restituzione *pro quota*, ma non anche all'esercizio dei diritti che non rientrino nella gestione finanziaria commessagli.

Esclusa in tal modo anche una apparente legittimazione *ex titulo* del Monte all'esercizio dei diritti medesimi, diviene anche più naturale che la legittimazione venga attribuita o mantenuta *in proprio* ai depositanti in ragione della loro partecipazione *pro quota* alla massa dei titoli accentrati.

d) Si può anzi osservare che — nella situazione prospettata — uno solo dei dati che ordinariamente concorrono a determinare la legittimazione nei titoli nominativi mantiene capacità legittimante e cioè l'iscrizione nel registro dell'emittente, mentre l'altro dato (la intestazione del titolo) perde quella capacità in conseguenza della confusione dei titoli del singolo depositante nella massa: è naturale quindi che la legittimazione formale si concentri nella iscrizione e che la certificazione del Monte assuma piuttosto il valore di attestare la (persistenza della) legittimazione sostanziale cioè, come dice il comma 3 del progetto, di «attestare la partecipazione al sistema».

e) Quanto ai titoli al portatore (e così alle azioni di risparmio) non sembra nasca alcun problema in ordine alla possibilità, per il depositario, di attestare la legittimazione *in proprio* del depositante, sia pure in ragione della sua partecipazione alla massa.

Del resto si è già rilevata l'opportunità che anche i titoli al portatore rechino menzione del deposito presso il Monte; opportunità che, se condivisa, escluderebbe anche per detti titoli la stessa apparenza della legittimazione del Monte.

Non sembra che l'anzidetta menzione soverta alcun principio della circolazione dei titoli al portatore, né in costanza né al termine della loro inserzione nel sistema; né sembra che la apposizione di un «visto» di entrata e di uscita dal sistema importi un costo ed un impiego di attività maggiori di quanto ne importi attualmente il tener conto del numero dei titoli dei singoli depositanti.

f) Dopo quanto si è osservato, non sorgono particolari problemi per ciò che concerne la natura e disciplina del documento certificativo rilasciato dal Monte al depositante. Certo si tratta di documento non rappresentativo (in senso cartolare) né della proprietà, né del possesso e di documento non desti-

nato né idoneo a circolare: esso potrà al più essere utilizzato anche per delegare altri, nei limiti di legge.

E' piuttosto da stabilire (con maggiore chiarezza di quanto non faccia il progetto) se e in rapporto all'esercizio di quali diritti la certificazione possa avere valore durevole e comunque possa essere estesa a più occasioni di esercizio, o invece debba essere rilasciata di volta in volta: soluzione, quest'ultima, che direi preferibile ma che sembra messa in forse dalla previsione (commi 4 e 5 del progetto) che la certificazione debba essere restituita da chi chiede il trasferimento o la riconsegna dei titoli.

#### 7. b) oneri e obblighi

Il «sistema», come sopra descritto, non sembra presenti riflessi negativi per le esigenze e gli interessi — vuoi di ordine societario, vuoi di ordine generale — che, nel nostro ordinamento, presiedono o si ritiene presiedano al precetto della nominatività obbligatoria dei titoli azionari; né qui è il caso di chiedersi se la nominatività sia realmente essenziale per la soddisfazione di quegli interessi ed esigenze.

a) Non vi è ostacolo alla identificazione dell'azionista e al controllo della sua legittimazione, non solo formale ma anche sostanziale e concreta, ad esercitare il diritto nel rispetto di una o altra regola societaria; e quindi non vi è ostacolo ad accertare e reprimere, ad esempio, il conflitto di interessi tra azionista e società (art. 2373 c.c.) e il voto «divergente» (per chi non lo ritenga ammissibile).

Escluso il trasferimento al Monte non solo della titolarità ma anche della legittimazione ad esercitare i diritti «corporativi», ed escluso altresì che il Monte possa legittimare all'esercizio soggetti diversi dal depositante, la identificabilità di quest'ultimo è garantita vuoi dall'iscrizione nel registro dell'emittente, vuoi dalla certificazione del Monte, vuoi dalla verifica della corrispondenza dell'una con l'altra. Anzi l'accentramento dei titoli, e la rappresentazione unitaria della posizione dell'azionista sotto il profilo della titolarità e della legittimazione, rendono più difficile all'azionista l'elusione totale o parziale di regole di condotta ed in genere riducono l'effetto del frazionamento di quella posizione nelle azioni.

Non è quindi necessario, e può anzi sembrare riduttivo della tutela dell'azionista, concentrare presso l'emittente anche la «iscrizione in conto» (come fa, ad esempio, la legge francese): basti dire che in caso di controversia tra azionista e società (e così ai fini dell'art. 2378 c.c.), la prova della legittimazione del primo dovrebbe essere richiesta alla seconda.

b) Nessuna difficoltà, parimenti, sul piano della identificazione dell'azionista come *obbligato*, e in particolare come obbligato al conferimento anche

ex art. 2356 c.c., profilo sotto il qual si è del resto ritenuta (direi con ragione) sufficiente e decisiva l'iscrizione nel libro dei soci (ANGELICI, cit.).

c) Difficoltà non nasce, infine, neanche sul piano dell'osservanza di oneri e obblighi pubblicistici, vuoi da parte dell'azionista, vuoi da parte del Monte, vuoi da parte della società emittente: il sistema non tocca infatti i presupposti di tale osservanza né quanto alla disciplina tributaria, né quanto alla disciplina pubblicistica di società e borsa. Ciò appare evidente una volta esclusa la stessa attribuzione fiduciaria dei titoli al Monte e sarebbe vieppiù evidente qualora si eliminasse qualunque intestazione a quest'ultimo, sostituendola con una attestazione del deposito.

Oneri e obblighi in discorso sono infatti sostanzialmente ribaditi dal progetto: i comportamenti conseguenti (indicazioni e comunicazioni allo schedario, alla Consob, alle partecipate) potranno anche essere ulteriormente precisati, distribuendoli o cumulandoli in capo ai diversi soggetti coinvolti nel sistema, senza che ciò incontri ostacolo — si ripete — nei lineamenti generali del sistema medesimo. Va tenuto tuttavia presente che, non potendo il Monte considerarsi «partecipante» alle società emittenti, per coinvolgerlo (se lo si ritiene opportuno) in adempimenti che suppongono una partecipazione, sia pure fiduciaria, occorre disporlo espressamente.

#### **8. Problemi di diritto cartolare: a) «deposito», circolazione e restituzione**

Più complesso — e bisognoso di precisazioni normative ulteriori rispetto a quelle offerte dal progetto — appare l'inserimento della «amministrazione accentrata» nel sistema della circolazione e tutela dei diritti, ora governate dai principi dei titoli di credito.

a) Per quanto concerne la forma del trasferimento ad altro soggetto partecipante al sistema, il progetto si limita (comma 4°) a rinviare alle «modalità indicate nel contratto di deposito». E' intuibile che, alla stregua della finalità essenziale di «razionalizzare le negoziazioni dei valori mobiliari», queste «modalità» consisteranno in operazioni contabili di giro che escludono spostamenti delle cose documentali: non si dà però alcuna indicazione sul modo, le forme e gli strumenti con cui attuarle nei vari ordini di rapporti che si prospettano (tra depositante, aderente, Monte Titoli ed eventualmente società emittente). Non sembra che tutto ciò possa essere rimesso al «contratto di deposito» (sia pure esso un contratto tipo da adottarsi dagli aderenti), *massime qualora alle operazioni in discorso dovessero attribuirsi* — secondo quanto si dirà — *effetti in ordine alla tutela dell'acquirente diversi da quelli che avrebbero per diritto comune ed analoghi a quelli propri della circolazione dei titoli di credito*: effetti che non potrebbero disporsi senza collegarli a una determinazione precisa e *legale* della regola circolatoria.

Bisognerebbe anche stabilire da chi e a quali condizioni possa chiedersi il *transfert* (se solo dal depositante o anche dall'acquirente; se solo tramite l'intermediario aderente o anche direttamente alla Monte Titoli e così via).

b) Quali che siano per essere le dette «modalità», poiché il trasferimento dei diritti del depositante si configura come cessione della quota di partecipazione alla massa dei titoli «accentrati», è a chiedersi (e il quesito si porrebbe *a fortiori* se la cessione riguardasse solo un credito al *tantundem*) se e per qual via possano tenersi fermi, nel sistema del progetto, gli (irrinunciabili) effetti di tutela dell'acquirente attualmente garantiti dalle regole circolatorie dei titoli di credito; e ciò vuoi sul terreno reale (rapporti con l'eventuale vero titolare diverso dal depositante-cedente), vuoi sul terreno obbligatorio (rapporti con l'emittente). E' noto infatti che, nel sistema della circolazione dei titoli di credito, l'autonomia del diritto dell'acquirente si lega, sotto entrambi gli aspetti, all'acquisto del possesso di buona fede della cosa documentale, meccanismo di circolazione disapplicato invece dal progetto. Se, per tale motivo dovesse tornarsi alla applicazione dei principi del diritto comune (i principi cioè della cessione ordinaria), il terzo non potrebbe acquistare un diritto che l'alienante non ha o un diritto di consistenza diversa ed immune da eccezioni opponibili a quest'ultimo.

La problematica aperta dalla rinuncia alla circolazione «reale» è dunque di estremo rilievo.

c) Ciò posto, è da osservare che, se l'aspetto della tutela obbligatoria può sembrare di minor rilievo nel trasferimento di titoli di massa e a «larga negoziazione» (i quali per ciò stesso dovrebbero avere oggetto e consistenza meno sensibili a rapporti personali tra portatore e debitore), il problema si pone in termini ben concreti per quanto riguarda il momento della tutela *reale* dell'acquirente: è ben possibile infatti (soprattutto, ma non solo, per i titoli al portatore) che il deposito sia effettuato da chi non aveva titolo per disporre del diritto, costituisca poi, o meno, la stessa detenzione del depositante un illecito verso il vero titolare.

Quale allora la posizione del terzo che riceva i titoli, o una «quota» della massa, attraverso il Monte, vuoi in sede di riconsegna, vuoi in sede di trasferimento con operazioni di giro?

d) Come si è visto, la «immissione» dei titoli nella massa li «disindividualizza» anche se (nel sistema del progetto) non li «smaterializza» (è il caso di osservare che la stessa smaterializzazione «alla francese», se impedisce impossessamenti indebiti non esclude in tutto indebite iscrizioni in conto). La prima domanda da porsi è allora se, in questa situazione, vi sia ancora posto per la rivendica del vero proprietario dei titoli, almeno nel caso in cui i titoli stessi si trovino ancora presso il Monte. Il quesito è sottile e la risposta può apparire opinabile. Potrebbe dirsi che, poiché il deposito non muta, neanche nei rapporti con il Monte, la situazione di titolarità preesistente e poiché la fungibilità fra i titoli opera solo ai fini della restituzione con altri della massa e non a fini traslativi, se i titoli sono ancora materialmente identificabili non vi è ostacolo alla rivendica del vero proprietario. Non pare tuttavia che le cose stiano così.

In realtà la possibilità per il depositario di restituire al singolo depositante titoli diversi da quelli da lui consegnati *presuppone* che l'immissione nella massa produca la *confusione* con gli altri titoli: è la confusione che elide il di-

ritto sulle cose singole e che consente la restituzione di titoli equivalenti, non viceversa. Se neanche il proprietario depositante può pretendere la restituzione delle stesse specie (comma 4° della norma in progetto) ancorché esistenti nella massa, ciò significa che la «disindividualizzazione» si produce *oggettivamente* come effetto attribuito al deposito accentrato; allo stesso modo si produce nel deposito «alla rinfusa» anche sulle cose di cui il depositante non sia proprietario.

Non si potrebbe dire che il terzo (vero) proprietario non ha accettato la legge del deposito: questa legge — essenziale al sistema introdotto — opera oggettivamente e non per volontà del depositante, volontà alla quale compete solo di porne in essere il presupposto di fatto. Né in ciò vi è contrasto con i principi, perché il potere di determinare la confusione *si lega alla legittimazione formale a disporre* insita nel possesso delle cose mobili e nel possesso qualificato dei titoli di credito (possesso che il Monte deve controllare).

La confusione si impone quindi anche al vero proprietario, il quale soffre l'effetto dell'immissione nella massa così come il proprietario della cosa soffre l'effetto della specificazione operata da altri.

e) Così stando le cose, chi riceve dal Monte «in restituzione» titoli diversi da quelli consegnati deve ritenersi al sicuro da pretese di chicchessia e così dalla pretesa di chi si affermi proprietario «spogliato» di quelle specie.

Non sembra neanche necessario invocare la legge di circolazione dei titoli di credito, perché l'*accipiens* acquista, in base a una *iusta causa traditionis*, cose che l'immissione nella massa ha reso a lui attribuibili legittimamente *da parte del Monte*, quale che ne fosse la provenienza. Ma anche la legge dei titoli di credito porterebbe allo stesso risultato, giacché l'*accipiens* riceve *il possesso* dei titoli, in base a giusta causa attributiva, da chi è legittimato ad attribuirli e dunque secondo la regola cartolare; talché il suo affidamento non potrebbe, anche alla stregua di detta regola, essere deluso.

La verità è che il sistema in esame non consente distinzione tra titoli legittimamente e illegittimamente depositati, non essendo compatibile con esso un'azione di recupero delle specie né verso il Monte, né — e meno che mai — verso il terzo che dal Monte le abbia ricevute.

f) Non per questo il sistema importa soppressione del diritto del vero proprietario né sua riduzione a una pretesa di danni.

Il diritto sopravvive ovviamente contro il depositante abusivo; ma occorre evitare il dubbio che la «confusione» lasci sopravvivere solo un'azione di danni contro costui. Data l'incertezza circa l'estensione dell'istituto della c.d. «surrrogazione reale», è bene stabilire che il vero proprietario, che si dimostri tale, subentra anche nel diritto verso il Monte nascente dall'effettuato deposito: diritto esercitando il quale il proprietario potrà ottenere quindi anche la riconsegna (la consegna di altrettanti titoli) con un risultato praticamente equivalente alla rivendica ed anzi sottratto ai limiti (di oggetto e di legittimazione passiva) propri della rivendica medesima.

g) Occorre ora considerare l'ipotesi che il depositante non titolare disponga, a favore di altri, dei «diritti inerenti alla quantità di titoli» depositati (comma 3° del progetto).

Se la disposizione avviene previa riconsegna dei titoli e trasmissione degli stessi all'acquirente, non sorge problema che non sia risolubile secondo la disciplina ordinaria dei titoli di credito. Se la disposizione avviene invece con operazione di giro (si attui tale operazione direttamente in capo agli interessati o tramite gli aderenti), quella disciplina non può soccorrere: da un lato infatti non si dispone di specie cartolari ma di una quota ideale della massa; dall'altro, la trasmissione dei «diritti inerenti alla quantità di titoli» del disponente non avviene con trasferimento del possesso dei titoli medesimi e secondo le regole cartolari.

Come è stato già da altri rilevato (L. GUALANDI, cit.), sia pure con riguardo all'assetto attuale della Monte Titoli, l'acquirente non potrebbe vantare quindi una posizione autonoma rispetto all'alienante, né sotto il profilo reale, né sotto il profilo obbligatorio. Il problema non si eluderebbe osservando che, al postutto, l'acquirente (un acquirente) entrerà o potrà entrare in possesso dei titoli, con il che gli si renderebbe applicabile la tutela cartolare. In primo luogo, nel sistema del progetto questa ripresa di possesso delle specie non è affatto una necessità; in secondo luogo, l'acquirente deve essere tutelato, contro pretese altrui, attualmente e nel suo acquisto della quota di «partecipazione» alla massa; in terzo luogo, la consegna di talune specie, quando sopravvenga, rappresenta non la realizzazione di un preesistente diritto sulle specie ritirate, ma la realizzazione del diritto di quota e non può costituire distinto titolo di acquisto se quel diritto non è stato validamente acquistato. In definitiva, accade qualcosa di analogo a ciò che si verifica nell'acquisto per cessione (anziché attraverso la circolazione del documento), del diritto cartolare: non l'acquisto del documento produce l'acquisto (autonomo) del diritto ma l'acquisto (derivativo) del diritto produce l'acquisto (anche esso derivativo) del documento. In conseguenza, neanche potrebbe dirsi che il terzo acquista titoli «della massa» e non dell'alienante: acquista invece *la quota dell'alienante* e con essa il diritto a una quota di titoli della massa.

In questa situazione, per conferire autonomia all'acquisto del terzo, occorre riconoscere espressamente all'operazione di giro lo stesso valore del trasferimento attuato secondo le regole di circolazione dei titoli di credito: il che può essere fatto solo con legge mentre non potrebbe esser fatto su una base convenzionale (il problema è chiaramente diverso anche da quello della libertà di emissione di titoli «atipici»).

Una volta stabilita l'anzidetta equiparazione, essa varrebbe a risolvere (con il criterio della priorità dell'iscrizione in conto) anche il conflitto tra acquirenti dallo stesso alienante; ed opererebbe anche a vantaggio dell'emittente, nel senso di garantirgli la liberazione, quando adempia nei confronti del beneficiario dell'operazione di giro, alle stesse condizioni alle quali si libererebbe effettuando la prestazione al portatore del titolo.

h) Il discorso svolto *sub g)* suppone che sia individuabile il collegamento tra atto di disposizione del non titolare e atto di acquisto del terzo e tra l'oggetto dell'uno e dell'altro. Ma se il singolo atto di disposizione confluisce con altri in una massa di operazioni che incidono congiuntamente sulla massa di titoli, il collegamento si interrompe e l'atto di disposizione del non titolare non è più rapportabile al concreto acquisto di uno o altro terzo.

E' quanto avviene tipicamente nella definizione di una massa di operazioni attraverso la stanza di compensazione, sia per le partite che si regolano mediante compensazione, sia per quelle che si regolano mediante consegne e ritiri a copertura di sbilanci. In entrambi i casi la quota o i titoli attribuiti al terzo non sono identificabili come quelli del singolo disponente (eventualmente non titolare); piuttosto è da ritenere che l'atto di disposizione operi attraverso l'assorbimento nella massa *della* quota del disponente e il prelievo dalla massa di *una* quota o di titoli che, *provenendo dalla massa* e non dal disponente, non possono considerarsi più affetti dalla mancanza di titolarità di costui. Il che è maggiormente vero se si ritiene che la stanza si interponga «realmente» nelle operazioni di trasferimento.

Ne discende che l'acquirente sarà al riparo da pretese di terzi, pretese che potranno farsi valere solo contro il depositante abusivo, mentre il Monte potrà essere ritenuto responsabile solo alla stregua delle norme sul deposito e sul mandato. Il depositario infatti si libera restituendo al depositante o alla persona da lui indicata (art. 1777 c.c.), a prescindere da ciò che proprietario delle cose depositate sia lo stesso depositante o altro soggetto.

Queste precisazioni non escludono l'opportunità di garantire in ogni ipotesi l'acquisto del terzo stabilendo l'equivalenza tra circolazione contabile e circolazione reale, come prospettato sopra, *sub g)* e superando così il dubbio (non del tutto improponibile) che l'intervento del Monte, in veste di depositario sia pure «alla rinfusa», non basti a sanare il vizio del titolo del depositante e il dubbio che la immissione dei valori nel sistema, non che sanare quel vizio, lo comunichi, in una o altra misura, alla massa.

## 9. b) perdita di titoli «accentrati»

Ipotesi in certo senso inversa alla indebita immissione di titoli nella massa è quella della «indebita» perdita del possesso dei titoli da parte del Monte (per distruzione, smarrimento, sottrazione), ipotesi che l'esclusione del trasferimento, sia pure fiduciario, dei titoli al Monte lascia per così dire scoperta.

a) Sono noti i rimedi che soccorrono contro la perdita del documento nella disciplina generale dei titoli di credito, al di là della rivendica contro il possessore di malafede cognito e a prescindere dai casi in cui non è ammesso rimedio diverso dalla rivendica medesima. Per i titoli nominativi e all'ordine, il rimedio è nell'istituto dell'ammortamento; per i titoli al portatore, i rimedi sono quelli di cui agli artt. 2006 e 2007 c.c. (diritto a un duplicato quando si provi la

distruzione e, negli altri casi, diritto all'adempimento in base alla denuncia della perdita, dopo il decorso della prescrizione e sempre che il pagamento non sia effettuato prima in buona fede al possessore).

b) Ciò posto, è anzitutto a chiedersi a chi competa, nel sistema in progetto, la legittimazione a ricorrere al rimedio recuperatorio o al rimedio surrogatorio del perduto possesso.

E' conforme a quel sistema che tale legittimazione sia del Monte e solo del Monte perché — sempre a causa della verificata confusione — nessuno dei depositanti può dirsi, a esclusione degli altri, privato del possesso dei documenti concretamente perduti ma tutti lo sono se mai *pro quota*. Benché in questa situazione appaia naturale considerare il Monte come legittimato nell'interesse di tutti, è bene che la regola di legittimazione sia espressamente fissata, vuoi con riguardo all'azione di recupero (giacché il Monte non può considerarsi proprietario), vuoi con riguardo agli altri rimedi (date le discussioni che dividono gli interpreti sulla legittimazione ad esperirli e, in particolare, ad esperire l'ammortamento).

c) Azione recuperatoria e procedura di ammortamento — una volta fissata la legittimazione del Monte a ricorrervi — non danno luogo ad ulteriori osservazioni in questa sede.

Per i titoli al portatore, per i quali l'ammortamento è tradizionalmente escluso, dovrebbero valere i diversi rimedi sopra ricordati. Quando sia provata la distruzione, *nulla quaestio*. Quando non si raggiunga questa prova, o si tratti di smarrimento o di sottrazione, si dovrebbe attendere la prescrizione del diritto con intuibili complicazioni per il funzionamento del sistema; complicazioni che tuttavia è difficile evitare.

Una soluzione congrua potrebbe apparire quella che sottraesse oggettivamente alla circolazione i titoli depositati finché non vi siano riammessi da una girata o dichiarazione cartolare del Monte. Resi in tal modo «intrasferibili» i titoli medesimi, e inefficaci gli atti di circolazione successivi al deposito (finché non intervenga la anzidetta dichiarazione), si potrebbero ammettere esercizio del diritto e ricostituzione del documento perduto a prescindere da procedura di ammortamento (vedi infatti gli artt. 73 e 86, comma 5°, r.d. 21 dicembre 1933, n. 1736 sugli assegni ed altri titoli bancari).

La soluzione, benché semplificatrice e in regola con le finalità del progetto, non sembra per altro verso consigliabile. Occorre darsi carico infatti della possibilità (tutt'altro che teorica) di abusiva cancellazione della dichiarazione di immissione del titolo nel sistema e di falsificazione della dichiarazione di «estrazione» dal sistema: e non è possibile gravare la circolazione di titoli di massa del sospetto di invalidità dovute a falsificazioni magari «invisibili» e ciò non pertanto opponibili anche all'acquirente di buona fede.

Altrettanto arduo appare d'altra parte superare la regola, anch'essa dettata a tutela della circolazione, che sottrae il titolo al portatore all'ammortamento. Chi pensasse di poter estendere questo rimedio, non dovrebbe prescindere



dalla ricerca e predisposizione di congrue garanzie per il controinteressato, a principiare dall'introduzione di una pubblicità della procedura più efficace di quella ora attuata sulla Gazzetta Ufficiale.

d) Al tema considerato da ultimo si collega quello della sopportazione della perdita quando i titoli perduti non siano concretamente recuperabili o recuperati con alcuno dei rimedi richiamati.

Escluso il trasferimento, sia pure fiduciario, al Monte, la conseguenza naturale sarebbe che la perdita (incolpevole) incide sulla massa e quindi *pro quota* sulla totalità dei partecipanti. Anche qui le complicazioni sono intuitive, specie quando si venga alla concreta imputazione della perdita medesima in sede di ritiro: e non sembra che si possa superare altrimenti che addossando la perdita al Monte e costringendolo a reintegrare la massa come avverrebbe in un deposito irregolare, anche se tale soluzione (del resto già adottata su base convenzionale) non può non riflettersi sul costo del servizio.

#### 10. c) vincoli sui titoli

Ultima «incidenza» da considerare, in termini di disciplina sostitutiva di quella cartolare, è l'incidenza relativa ai vincoli sui titoli.

Il progetto dispone (comma 7°) che «le annotazioni dei vincoli sui certificati si hanno per non apposte» e questa è, nella sostanza (quanto alla forma, non dovrebbe prescindersi da una contro-annotazione sul titolo), una conseguenza inevitabile della immissione dei titoli «vincolati» nella massa e della loro confusione nella massa. Dispone anche che i vincoli preesistenti «si trasferiscono senza effetti novativi sui diritti del partecipante»; che tali vincoli, e quelli costituiti successivamente, «risultano da apposito registro tenuto dal depositario» e sono comunicati alle società emittenti; che i vincoli medesimi sono annotati sui titoli ritirati. E' fatta salva l'applicazione dell'art. 2352 c.c. per quanto riguarda l'esercizio dei diritti sociali nel caso di pegno e usufrutto di azioni.

Anche qui sorgono diverse questioni.

a) I vincoli sul diritto portato dal titolo devono, per regola generale, attuarsi sul titolo e in mancanza «non hanno effetto» (art. 1997 c.c.) neanche se risultano dal registro dell'emittente. Per i titoli nominativi, la corrispondenza tra risultanze del titolo e del registro è anzi, anche sotto questo aspetto, essenziale (art. 2024 c.c.; art. 3 r.d. 1942 n. 239).

Nella situazione che interessa, il vincolo non risulta più dal titolo o non si è mai attuato sul titolo. Manca quindi un requisito essenziale alla costituzione del vincolo con efficacia cartolare e ciò rende necessario che la legge equipari

espressamente la iscrizione sul «registro del depositario» alla iscrizione sul titolo. D'altro canto si rende necessaria anche per i titoli al portatore una formalità estranea al tipico meccanismo di «vincolo» di questa categoria di titoli.

b) Di più. Se il vincolo del diritto suppone l'impossessamento del beneficiario o lo spossessamento del debitore (e anche in questo senso « si attua sul titolo»), la condizione non è e non può essere assolta nel sistema del progetto. Così, ai fini del pegno, non basta rilevare che il Monte detiene per i depositanti, perché la detenzione del terzo che può sostituire il possesso del creditore pignoratizio è, e deve essere, pur sempre detenzione *per il creditore* delle *specie* gravate da pegno e identificate per tali. Nessuna delle specie immesse nella massa è invece detenuta per il creditore pignoratizio ma, se mai, solo una quota ideale della massa medesima. Il vincolo dunque è, anche sotto questo aspetto, atipico e per attribuirgli efficacia ed opponibilità *erga omnes* occorre, ancora una volta, equiparare espressamente iscrizione nel registro del depositario e possesso dell'avente diritto. Lo stesso è a dirsi quanto alla possibilità di rendere i titoli depositati oggetto di contratti *reali* quanto alla costituzione.

c) Equiparando le formalità previste dal progetto alla costituzione del vincolo *sul titolo*, si risolve anche il problema dell'autonomia del diritto del beneficiario e della sua legittimazione — in una o altra misura — all'esercizio dei diritti portati dal titolo. Si potrà così prevedere che, nel caso di pegno e usufrutto di azioni, il Monte possa rilasciare il documento di legittimazione all'esercizio dei diritti sociali che competono al creditore pignoratizio e all'usufruttuario ed eventualmente che possa rilasciare al secondo anche il « titolo separato» di cui all'art. 2025 c.c..

d) Le considerazioni che precedono valgono anche per il pignoramento. Ma l'esecuzione forzata prospetta altri problemi. Come si attuerà l'*espropriazione* una volta che il pignoramento abbia investito nel modo anzidetto «la quota» del partecipante?

Da quanto si è esposto discende che si tratterebbe di espropriazione non di un credito ma, appunto, di una quota di «cose del debitore che sono in possesso di un terzo». Espropriazione «presso terzo», dunque, ma anche «di beni indivisi»: essendo peraltro possibile la «separazione della quota in natura spettante al debitore», sarà questa la via da seguire. Ma è il caso di prevedere che la separazione avvenga solo nei confronti del Monte, non anche dei «compropriari» (come vorrebbero gli artt. 599 e 600 c.p.c.).

## 11. Un rilievo sull'aspetto soggettivo dell'organizzazione del «servizio»

Benché, come si è detto all'inizio, queste osservazioni non si propongano di affrontare gli aspetti dell'organizzazione tecnica del servizio, un rilievo d'insieme può formularsi in proposito per la sua attinenza anche ai temi in precedenza trattati ed è quello di una certa eterogeneità sul piano «soggettivo» dell'organizzazione medesima.

Ciò si dice con riguardo alla inclusione in tale organizzazione, a pari titolo delle banche, di altri soggetti e in particolare degli agenti di cambio. La istituzionalizzazione, anche in capo agli agenti di cambio, di compiti di deposito, gestione, documentazione, certificazione, disintestazione, cancellazione di vincoli, con gli effetti che si son visti, supera le funzioni tradizionalmente proprie di questi operatori. D'altra parte non si potrebbero escludere gli agenti dalla partecipazione al sistema senza escluderli in larga misura anche da quelle funzioni. Tale partecipazione pone tuttavia vari quesiti e soprattutto: se per gli agenti di cambio o per tutti gli agenti di cambio sussistano congrui requisiti di organizzazione e congrue garanzie, anche patrimoniali; come gli uni e le altre debbano essere assicurati e se debbano esserlo dal singolo agente o collettivamente dagli agenti aderenti (al di là delle forme di garanzia già in atto ad altri fini); se da qual momento o fase dell'accentramento sia da configurare una responsabilità solidale, verso il depositante, della Monte Titoli con gli intermediari finanziari. A quest'ultimo proposito, come si già accennato, la detta responsabilità solidale appare conforme a una valutazione unitaria del servizio e del sistema ai quali l'utente è sollecitato ad aderire; ma, se ciò non dà luogo a perplessità per quanto riguarda la responsabilità per l'operato degli aderenti-banche, può suscitare per quanto riguarda la responsabilità per l'operato di aderenti che non abbiano la stessa qualità.



## APPENDICE

**Disegno di legge su «Disposizioni relative all'amministrazione  
accentrata di valori mobiliari attraverso la Monte Titoli S.p.A.»  
- Camera dei Deputati, doc. N. 3069-*bis*.**

# CAMERA DEI DEPUTATI <sup>N. 3069-bis</sup>

---

## DISEGNO DI LEGGE

**APPROVATO DALLA VI COMMISSIONE PERMANENTE  
(FINANZE E TESORO) DEL SENATO DELLA REPUBBLICA**

*nella seduta dell'11 luglio 1985 (Stampato n. 436)*

PRESENTATO DAL MINISTRO DEL TESORO

(GORIA)

---

**Disposizioni relative all'amministrazione accentrata  
di valori mobiliari attraverso la « Monte Titoli S.p.A. »**

---

*(Già articolo 5 del disegno di legge n. 3069, stralciato dalla VI Commissione permanente  
(Finanze e tesoro), in sede legislativa, nella seduta del 9 ottobre 1985)*

---

## DISEGNO DI LEGGE

## ARTT. 1 - 4.

.....  
.....  
.....

## ART. 5.

*(Disposizioni sull'amministrazione accentrata di valori mobiliari).*

1. La « Monte Titoli S.p.A. - Istituto per la custodia e l'amministrazione accentrata di valori mobiliari » ha per scopo lo svolgimento di servizi, anche collaterali all'attività creditizia, intesi a razionalizzare le negoziazioni dei valori mobiliari, in particolare attraverso la gestione del sistema di amministrazione accentrata in base al criterio di fungibilità dei valori stessi.

2. Salvo diverso patto scritto, il contratto di deposito stipulato da aziende ed istituti di credito, da agenti di cambio e dai soggetti individuati ai sensi del comma 11 - avente ad oggetto azioni quotate nei mercati regolamentati e altri valori mobiliari non azionari largamente negoziati per i quali la « Monte Titoli S.p.A. » offra il servizio di amministrazione accentrata - attribuisce al depositario, ferme restando le obbligazioni inerenti al rapporto di deposito, la facoltà di procedere al sub-deposito dei titoli stessi presso la « Monte Titoli S.p.A. » con tutti i poteri necessari, compreso quello di apporre la girata a favore della società stessa quando si tratta di titoli nominativi.

3. Per i titoli immessi nel sistema la « Monte Titoli S.p.A. » è legittimata a compiere tutte le operazioni inerenti all'amministrazione accentrata, in conformità al regolamento. È in ogni caso riser-

vato ai titolari di azioni ed obbligazioni immesse nel sistema, nella misura corrispondente ai diritti incorporati in detti titoli, l'esercizio dei diritti previsti negli articoli 2351, 2367, 2372, 2377, 2379, 2395, 2408, 2409, 2415, 2416, 2419, 2422, 2437 del codice civile, nonché nell'articolo 16 del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, convertito nella legge 7 giugno 1974, n. 216, e successive modificazioni. La legittimazione all'esercizio di tali diritti è attribuita dall'esibizione di certificazioni attestanti la partecipazione al sistema, rilasciate in conformità alle proprie scritture contabili dai depositari di cui al comma 2 e recanti l'indicazione del diritto sociale esercitabile. Il deposito della certificazione tiene luogo del deposito previsto dall'articolo 2378 del codice civile. Non può esservi più di una certificazione per gli stessi titoli.

4. Il depositante che partecipa al sistema può, secondo le modalità indicate nel contratto di deposito, disporre in tutto o in parte dei diritti inerenti alle quantità di titoli a lui spettanti a favore di altri soggetti partecipanti al sistema o chiedere la consegna di un corrispondente quantitativo di titoli della stessa specie. Chi, avendo ottenuto la certificazione di cui al comma 3, intenda trasferire i propri diritti o chieda la consegna di certificati deve restituire la certificazione al depositario che l'ha rilasciata ovvero fornire la prova della sua estinzione.

5. Chiunque nelle certificazioni di cui al comma 3 attesta falsamente fatti di cui la certificazione è destinata a provare la verità ovvero dà corso al trasferimento o alla consegna di titoli senza aver ottenuto in restituzione le certificazioni o senza aver acquisito la prova della loro estinzione è punito con la reclusione da tre mesi a due anni.

6. L'immissione di titoli nel sistema tiene fermi tutti gli obblighi di legge connessi con la titolarità di diritti sui titoli stessi. Per i titoli immessi nel sistema, le rilevazioni e le comunicazioni prescritte dalle norme vigenti che prevedono la indicazione numerica dei certificati sono effettuate mediante l'indicazione della spe-



cie e della quantità dei titoli cui esse si riferiscono.

7. I vincoli gravanti su titoli immessi nel sistema si trasferiscono, senza effetti novativi, sui diritti del partecipante; con la girata alla « Monte Titoli S.p.A. », le annotazioni dei vincoli sui certificati si hanno per non apposte. Detti vincoli e quelli costituiti successivamente risultano da apposito registro tenuto dal depositario in conformità agli articoli 2215 e 2216 del codice civile. Resta ferma l'applicabilità dell'articolo 2352 del codice civile. Nel caso di ritiro di titoli dal sistema, il depositario fa annotazioni dei vincoli sui relativi certificati con l'indicazione della data della loro costituzione. Le registrazioni e le annotazioni di cui al presente comma sono comunicate alla società emittente per le conseguenti annotazioni.

8. La « Monte Titoli S.p.A. » mette a disposizione del depositario, che richiede il ritiro di titoli, certificati girati al nome del depositario; questi completa la girata con il nome del giratario. Il completamento della girata è convalidato con timbro, data e firma del depositario. Per le girate alla stanza di compensazione si applica il disposto dell'articolo 15 del regio decreto 23 marzo 1942, n. 239. La « Monte Titoli S.p.A. » può autenticare la sottoscrizione del girante anche quando la girata è fatta a proprio favore. La sottoscrizione da essa apposta sul titolo in qualità di girante non ha bisogno di autenticazione.

9. Per i titoli immessi nel sistema, i depositari segnalano tempestivamente alla società emittente i nominativi dei soggetti che hanno richiesto la certificazione di cui al comma 3, nonché di coloro ai quali sono stati pagati dividendi e di coloro che hanno esercitato il diritto di opzione, specificando le quantità dei titoli stessi. Le società emittenti annotano tali segnalazioni nel libro dei soci. La « Monte Titoli S.p.A. » è altresì autorizzata a svolgere, anche a mezzo dei depositari, le attività consentite ai soggetti di cui all'articolo 6 della legge 29 dicembre 1962, n. 1745.

10. La Banca d'Italia, d'intesa con la Commissione nazionale per le società e la borsa, al fine di agevolare la liquidazione dei contratti di borsa, può subordinare l'adesione degli operatori professionali alla stanza di compensazione alla condizione che gli stessi si avvalgano anche del sistema di amministrazione accentrata della « Monte Titoli S.p.A. ».

11. La Commissione nazionale per le società e la borsa, d'intesa con la Banca d'Italia, approva lo statuto ed il regolamento dei servizi e delle condizioni contrattuali della « Monte Titoli S.p.A. », determina le modalità di rilascio e di ritiro delle certificazioni di cui al comma 3, nonché le categorie di soggetti di cui al comma 2; i provvedimenti che determinano le categorie di soggetti di cui al comma 2 sono pubblicati nella *Gazzetta Ufficiale* della Repubblica. La « Monte Titoli S.p.A. », entro quattro mesi dall'entrata in vigore della presente legge, delibera le modificazioni statutarie necessarie per l'adeguamento alle disposizioni della presente legge e adotta il regolamento nelle forme previste dallo statuto stesso.

12. La « Monte Titoli S.p.A. » non è soggetta alla disciplina delle società fiduciarie. Ad essa si applicano le disposizioni del decreto del Presidente della Repubblica 31 marzo 1975, n. 136, relative al controllo contabile e alla certificazione dei bilanci.

13. Il capitale della « Monte Titoli S.p.A. » può appartenere esclusivamente: a) ad aziende ed istituti di credito; b) a soggetti rappresentativi degli agenti di cambio designati dai rispettivi comitati direttivi; c) alla Banca d'Italia, all'Associazione bancaria italiana ed alla Associazione fra le società italiane per azioni; d) su base di reciprocità, ad organismi esteri che esercitano attività analoga a quella della « Monte Titoli S.p.A. »; e) a società con azioni quotate in una borsa valori e ad altri soggetti indicati nello statuto. La partecipazione complessiva dei soggetti appartenenti a ciascuna delle categorie di cui alle lettere b), d) ed e) non può essere superiore al 10 per cento. Ciascun socio non può possedere più del 7 per cento del capitale sociale della « Monte Titoli S.p.A. ».

14. La Banca d'Italia nomina un componente del consiglio di amministrazione della « Monte Titoli S.p.A. ». Il collegio sindacale è composto da cinque membri effettivi e quattro supplenti. Il Ministro del tesoro, la Banca d'Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa nominano, rispettivamente, un sindaco effettivo ed uno supplente.

15. Il Ministro del tesoro può, nei modi da esso stabiliti, disporre, a mezzo di funzionari della direzione generale del tesoro, ispezioni per accertare la regolarità della gestione della « Monte Titoli S.p.A. ». Nel caso di accertate gravi irregolarità, il Ministro può disporre lo scioglimento degli organi amministrativi, con proprio decreto pubblicato nella *Gazzetta Ufficiale* della Repubblica. Con tale decreto sono nominati uno o più commissari straordinari per l'amministrazione della società e sono determinate le indennità spettanti ai commissari, a carico della società stessa. Le funzioni dei commissari durano per il periodo massimo di sei mesi. Prima della cessazione dalle loro funzioni, i commissari provvedono agli adempimenti di legge e di statuto necessari per la ricostituzione degli organi amministrativi della società.

16. La « Monte Titoli S.p.A. » definisce, mediante accordi con le società emittenti e i depositari, i rapporti economici per il funzionamento del sistema. Fermo quanto disposto nei precedenti commi, le stesse parti possono stabilire, mediante accordi, ulteriori rapporti organizzativi.

17. I rapporti di amministrazione accentrata con la « Monte Titoli S.p.A. » esistenti al momento dell'entrata in vigore della presente legge continuano ad essere disciplinati, fino all'approvazione del regolamento di cui al comma 11, dalle disposizioni contrattuali da cui derivano. Entro venti giorni dall'approvazione del regolamento, i depositari comunicano ai depositanti i nuovi modelli contrattuali. Qualora, entro venti giorni dal ricevimento della comunicazione, i depositanti non inviino disdetta scritta, si applicano le disposizioni contrattuali previste dai modelli comunicati.

## QUADERNI PUBBLICATI

- n. 1 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Evoluzione tecnica e disciplina giuridica dell'intermediazione finanziaria*, ottobre 1985.
- n. 2 — FRANCESCO CARBONETTI, *Moneta*, dicembre 1985.
- n. 3 — PIETRO DE VECCHIS, *L'Istituto di emissione*, febbraio 1986.
- n. 4 — GIUSEPPE CARRIERO, *Governo del credito e Regioni a statuto speciale: il quadro istituzionale*, aprile 1986.
- n. 5 — GIORGIO OPPO, *Una svolta dei titoli di massa (il progetto Monte Titoli)*, aprile 1986.