

LEZIONE 4

IL CONTRATTO DI RIPORTO (artt. 1548-1551 c.c.) ed altri

1) Definizione.

Con il **contratto di riporto** *il riportato trasferisce al riportatore la proprietà di una data quantità di titoli di credito* (oggi valori mobiliari e strumenti del mercato monetario¹) *di una certa specie per un prezzo determinato*. Alla scadenza del termine fissato, il **riportatore** assume l'obbligo di ritrasferire al **riportato** la proprietà di altrettanti titoli della stessa specie in cambio del **rimborso del prezzo**. Quest'ultimo può essere aumentato o diminuito nella misura convenuta (art. 1548 c.c.) realizzandosi, così, nel primo caso un *riporto con riporto*, nel secondo un *riporto con deporto*.

Il **riporto** è previsto e regolato altresì anche nell'art. 73, comma I, lett. c), del **Codice delle assicurazioni private (CAP)**, come contratto che – in quanto stipulato da compagnie di assicurazione (cioè, da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale) – può essere apprezzato dall'ISVAP come attivo a copertura di riserve tecniche/matematiche, tale da attribuire alla stessa compagnia d'assicurazione una partecipazione indiretta rilevante, appunto, ai fini della vigilanza

¹ Quando è stato adottato il cod. civ. non esistevano né gli OICR né altri prodotti del risparmio gestito, mentre raramente le banche impiegavano quei modelli contrattuali che – attraverso l'elaborazione dottrinale e giurisprudenziale, ma soprattutto le innovazioni normative successive 'condensate' nel TUB e nel TUF – hanno successivamente indotto molti giuristi italiani a tener conto di fatti finanziari prima derubricati nella categoria dei *motivi*.

prudenziale². Poiché nel nostro mercato finanziario sussiste una serie di società quotate tra le quali alcune individuabili come gruppi assicurativi e misti, cioè soggetti a varie discipline settoriali (bancarie, finanziarie e assicurative)³, è fisiologico che l'interprete debba attenersi contemporaneamente a varie serie di norme, tutte applicabili nel medesimo caso concreto. La constatazione riguardante la presenza di varie società assicurative quotate intende sottolineare come il riporto, per le società assicurative, rappresenta un contratto dove la banca costituente il riportato non ha dimensioni necessariamente superiori rispetto al contraente assicurazione riportato. Pertanto, il riportato banca potrebbe praticare delle condizioni particolari in funzione della dimensione economica del contraente riportato (compagnia di assicurazioni) che non sono esattamente corrispondenti a quelle generalmente applicate agli altri riportatori che siano clienti *retail* (al dettaglio).

² Il riporto è previsto anche da altre previsioni normative al di fuori dell'ambito assicurativo, come il contratto con contenuto e funzione finanziaria. Infatti, l'art 118, comma II, Reg Emittenti, menziona incidentalmente il contratto di riporto o di prestito titoli, avente a oggetto azioni e altri strumenti finanziari. Nella stessa direzione si possono considerare anche le voci 44260, 4422302 e 4429302 all'interno della Circ. n. 148 della Banca d'Italia, riguardo ai contratti di riporto e prestito titoli stipulati dalle SIM all'interno del proprio "portafoglio immobilizzato". Analoga valenza deve essere riconosciuta anche ai punti 3.1.1.1. nella Circ. n. 155.

³ Come ad es., Cattolica Assicurazioni, Unipol, Fondiaria Sai, Milano Assicurazioni, Generali e Banca Generali.

Il contratto di riporto può essere utilizzato anche da altri tipi d'investitori professionali, quali le SICAV e le *Investment Companies*⁴.

Inoltre, è tuttora reperibile traccia del riporto (specificamente, come riporto di azioni) nella normativa di vigilanza della Banca d'Italia, al punto 1.1. del Tit. I, Cap. 3, Sez. I, Istruzioni di Vigilanza per gli intermediari finanziari di cui alla Circ. n. 164, nonché l'univoca indicazione relativa alle modalità del possesso azionario da parte delle banche (nella Circ. 229 del 99) lì dove si menziona espressamente il riporto di azioni, nelle voci "proprietà" e "pegno"⁵.

La stessa normativa secondaria appena menzionata parla dei **Pronti contro termine (PCT)**⁶ trattandoli implicitamente come realtà del tutto differente dal riporto. Un'analoga indicazione si ricava dalla Circ. 189, contenente le istruzioni di vigilanza per gli intermediari del mercato mobiliare (cioè le SIM di cui all'art. 1, comma I, lett. e, TUF) alla sez. II, sottosez. 5., relativa alla

⁴ Sul significato di queste due tipologie di prodotti finanziari si vedano rispettivamente le lezioni 11 e 16.

⁵ Nella stessa direzione sembrerebbe orientato l'art. 118, comma II, Reg. Emittenti, e al punto 6.6. della Sez. II, Cap. III, Tit. V, Reg. Gestione Collettiva del Risparmio.

⁶ In relazione a questi si deve distinguere tra la nozione di *prezzo di vendita* e quella di *prezzo di riacquisto*. Il *prezzo di vendita* è fissato *dalle parti* in base al valore del titolo sottostante opportunamente maggiorato del rateo della cedola in corso; il *prezzo di riacquisto* è determinato in base al prezzo di vendita e al tasso d'interesse concordato tra le parti. Il *rendimento* dell'operazione è la differenza tra il prezzo di riacquisto e il prezzo di vendita. Un istituto di credito concede i pronti contro termine per un temporaneo bisogno di liquidità e lucra investendo il denaro fino alla data di riacquisto dei titoli. Non necessariamente si tratta d'investimenti a basso rischio, in obbligazioni o titoli di Stato, anche se la banca s'impegna a garantire un interesse certo al cliente.

composizione del portafoglio del dichiarante. In essa si confrontano tre differenti operazioni, **riporto**, **pronti contro termine** e **prestito titoli**, da cui deriva il *possesso temporaneo* di strumenti finanziari azionari o obbligazionari. Questa previsione è particolarmente interessante poiché nella normativa di Banca d'Italia costituisce una testimonianza evidente di un uso della fattispecie del riporto comprensiva anche dei pronti contro termine, ma tale pure da evidenziare le affinità funzionali con l'operazione di prestito titoli⁷. In tutte e tre le fattispecie si tratta, dunque, di situazioni da cui può derivare un *possesso temporaneo di titoli* normalmente di breve termine, ma funzionale a tre tipi di risultati finanziari radicalmente diversi:

1. i **pronti contro termine** (coincidenti con il riporto di banca) hanno la funzione di uno strumento di raccolta realizzato dalla banca con il trasferimento temporaneo di strumenti finanziari di tipo obbligazionario già appartenenti al proprio portafoglio titoli;
2. il **riporto di borsa** ha la funzione di 'prorogare' gli effetti di un'operazione d'investimento che ancora non ha prodotto i suoi risultati nel termine di durata preventivato. Il riportatore, in tal caso, si 'fa pagare' dal riportato il prolungamento della durata dell'investimento originario e acquisisce

⁷ Tale operazione, a sua volta, costituisce una delle cinque attività svolte dalla banca depositaria/*prime broker* per i fondi speculativi (cfr. lezione 14).

contestualmente il rendimento dei titoli di cui gode il temporaneo possesso;

3. nel **prestito titoli** la funzione è quella di produrre i risultati di un investimento temporaneo anche di tipo azionario, da parte di una società di gestione di fondi speculativi finalizzata ad acquisire un rendimento superiore al costo pagato al soggetto che presta i titoli.

Le tre operazioni manifestano un evidente diverso rapporto di rischio/rendimento: nel primo caso, si tratta di un'operazione con un ridotto livello di rischio e un rendimento altrettanto basso; nel secondo caso, l'operazione manifesta una rischiosità più elevata, al livello di un arbitraggio tra il rendimento programmato e non ancora conseguito e il costo della proroga. Da ultimo, il prestito titoli manifesta una valenza di un sicuro carattere speculativo, contrassegnato da una maggiore rischiosità, con un rendimento che può essere più marcato, a fronte del quale sussiste, però, il rischio di una perdita importante.

2) Caratteri e struttura dell'operazione.

Per descrivere da un punto di vista strutturale il contratto di riporto, si deve considerare che l'operazione può essere scomposta in due momenti connessi e aventi identica configurazione, realizzandosi come trasferimento di valori mobiliari contro un corrispettivo in denaro. Il primo trasferimento

è **a pronti** e avviene con effetti immediati: il versamento di un corrispettivo è calcolato sul prezzo corrente del titolo al momento della conclusione del contratto; viceversa, il ritrasferimento dei titoli a parti invertite avviene **a termine**, cioè differito nel tempo. Riepilogando: colui che ha ricevuto la consegna dei titoli nel primo trasferimento a pronti li riconsegna nel trasferimento a termine.

Connaturale all'operazione è la determinazione di un **prezzo** che si definisce in funzione della compensazione dei corrispettivi dovuti per ciascuno dei due trasferimenti di titoli. L'onere del prezzo ricadrà sul riportato (**riporto**) o sul riportatore (**deporto**) a seconda dell'esigenza da soddisfare con la stipula, in ragione delle condizioni di mercato e delle aspettative delle parti. In prima approssimazione si possono prospettare una (temporanea) necessità di denaro, oppure una (sempre temporanea) esigenza di disporre di titoli: nel primo caso si avrà un incremento del corrispettivo rimborsato dal riportato, a compensare appunto la temporanea disponibilità di capitale. Nel secondo, sarà il riportatore a dover remunerare la temporanea disponibilità di titoli, ricevendo per la restituzione degli stessi al riportato un corrispettivo inferiore a quello pagato per acquisirne la disponibilità.

Il riporto si configura come **contratto di borsa** quando è stipulato in borsa, ovvero - anche se concluso fuori borsa - quando le parti si siano riferite alle norme e agl'istituti che regolano il mercato di borsa, negoziando strumenti finanziari

quotati sui mercati regolamentati di Borsa Italiana Spa, o diffusi in misura rilevante (art. 2bis Reg. Emittenti).

È opportuno rilevare come si possa distinguere a seconda che il riporto sia stipulato *a scopo speculativo* o *a scopo finanziario* tra:

A) riporto “di banca”, quando sia concluso per procurarsi denaro (come avviene, tipicamente, con tutti i contratti “pronti contro termine” fatti in banca: questa, con i contratti in questione, mira a raccogliere presso i risparmiatori la provvista utile per tutti i propri impieghi), o di assicurarsi temporaneamente (ad es. in vista di un’assemblea degli azionisti di una data società) una certa quantità di titoli;

B) riporto “di borsa”, stipulato allo scopo di differire una vendita di titoli a termine quando, alla scadenza, le parti non vedono realizzate le loro previsioni relative a rialzi o ribassi delle quotazioni (ad es., il compratore che ha speculato al rialzo, di fronte ad una flessione dei corsi, non ha interesse a ritirare e pagare i titoli ad un prezzo superiore alla quotazione; oppure il venditore che ha speculato al ribasso, si trova in difficoltà a procurarsi i titoli che sono in rialzo).

La distinzione adottata è basata sullo scopo perseguito, ma risponde a un criterio obiettivo: il riporto di borsa è stipulato esclusivamente da investitori professionali, pertanto è sostanzialmente sconosciuto agli investitori al dettaglio.

3) Funzione economica e scopi perseguibili con il riporto.

L'indagine sulla funzione economica del riporto non può prescindere dalla considerazione della collocazione delle norme relative di seguito a quelle che regolano la compravendita (e subito prima della disciplina della permuta). La funzione di scambio sembra estranea alla richiamata distinzione del riporto secondo lo scopo perseguito (finanziamento o speculazione⁸). Non si può trascurare la circostanza che le norme codicistiche siano ora 'supportate' da altre previsioni di carattere primario (come il CAP) e secondario. Esse confermano l'uso di questo contratto come strumento d'investimento per banche, intermediari finanziari, imprese d'assicurazione, emittenti quotati che operano sul mercato finanziario italiano e che in questo prodotto finanziario investono una parte cospicua del proprio patrimonio.

Sulla ricostruzione del fondamento causale di questo contratto la dottrina si divide. La maggioranza è propensa a individuare nella fattispecie una *funzione creditizia*, di solito a *breve* scadenza. Nell'ambito di questa posizione sussiste anche un orientamento che opta per una *funzione di trasferimento temporaneo di capitali garantito da titoli*. Al contrario, un'opinione minoritaria si esprime in favore della *funzione di*

⁸ Nell'art. 73, I comma, lett. c), CAP, si assimilano – ai fini della qualificazione come partecipazioni indirette – sia quelle detenute all'interno di un contratto di riporto, che quelle analogamente ottenute in funzione di contratti derivati (ad es. in funzione di una *option* “*bull and bear*”, o *swap* su azioni).

È evidente, in questo caso, come anche contratti del genere possano assumere rilevanza a fini regolatori, quando possa derivarne l'acquisto di controllo su un'impresa di assicurazione, bancaria o finanziaria.

scambio, intesa però con un'accezione differente rispetto allo schema della compravendita, dal momento che ci si riferisce allo scambio *di due inverse attribuzioni temporanee, implicando entrambe l'obbligazione di restituzione*. Secondo questa ricostruzione si tratterebbe di una "permuta tra due diritti di temporanea utilizzazione".

Per quanto attiene, invece agli scopi realizzabili, la dottrina si riferisce a una duplicità (nei termini della compresenza) di esigenze soddisfatte dal contratto in esame, l'una tipica *di temporanea disponibilità di titoli* (realizzata, appunto, con il doppio trasferimento della proprietà), l'altra, quanto meno accessoria, *di temporanea disponibilità di denaro*. Il nocciolo del contratto, comunque, sembra consistere nella temporanea disponibilità di titoli, anche se nulla vieta che una delle parti possa presentare anche l'altra esigenza.

Dunque, è possibile individuare *la funzione economica del riporto nel trasferimento temporaneo dei titoli ottenuto tramite un duplice e inverso scambio*. Del resto, circa la mera accessorietà dell'esigenza di un trasferimento momentaneo di denaro, si può considerare che il codice civile (**art.1549**) pone la sola consegna dei titoli (e non anche di denaro) come elemento necessario a perfezionare il contratto (dove, invece, i contrapposti flussi di denaro a pronti e a termine paiono utili semplicemente ad elemento di calcolo per il prezzo dell'operazione). *La configurazione del riporto come contratto di credito comporterebbe un inaccettabile rovesciamento dei ruoli tra*

consegna dei titoli e trasferimento di denaro, assurgendo la dazione del denaro a momento di perfezionamento del contratto, con la consegna dei titoli ridotta a funzione di garanzia, in contrasto, tra l'altro, con il **divieto di patto commissorio**⁹.

4) I soggetti e il prezzo.

Si è posto il problema relativo all'*identità fra le parti del primo trasferimento e quelle del secondo* (trasferimenti che compongono l'operazione di riporto), con particolare riferimento sia alla possibilità di cedere la posizione soggettiva attiva (come cessione del credito ex art.1260 c.c.), sia ad una cessione del contratto (art.1406 ss. c.c.), sia, infine, alla possibilità dell'adempimento di un terzo (art.1180 c.c.). Se si reputa necessaria la corrispondenza delle parti nei due opposti trasferimenti di titoli, pure si ritengono rispondenti a principi generali dell'ordinamento le modificazioni soggettive del rapporto di cui sopra.

In riferimento al *prezzo del riporto* occorre distinguere tra il *prezzo dei titoli*¹⁰ pattuito per ciascuno dei due trasferimenti contrapposti (a proposito del quale basta escludere la unicità del prezzo nelle due fasi del contratto) e il concetto di *prezzo del*

⁹ Il divieto di patto commissorio prevede l'illiceità del patto con cui il creditore si assicura automaticamente, nell'ipotesi di inadempimento del debitore, il trasferimento di cose da questi date in garanzia del prestito.

¹⁰ Il prezzo dei titoli, peraltro, viene pagato come prezzo definito "a fermo" (art. 1, comma V, lett. c, Tuf), vale a dire "a mercato fermo", cioè indipendentemente dal prezzo che può essere conseguito sul mercato libero come il MOT, MTS o TLX.

riporto (o premio), coincidente con la variazione percentuale determinata a priori tra il prezzo del trasferimento a pronti e quello del trasferimento a termine, che costituisce il corrispettivo della temporanea disponibilità dei titoli (o del denaro), assumendo valore sinallagmatico: posto che il pagamento del prezzo all'atto del trasferimento dei titoli costituisce un elemento normale del riporto, esso potrebbe mancare in alcuni casi, senza per questo far venire meno l'essenza del contratto. Viceversa, sarebbe difficile non considerare il prezzo del riporto, cioè il premio, come elemento non strutturale: posto che il prezzo dei titoli potrebbe anche non essere corrisposto alla controparte per finalità di semplificazione del rapporto, non sembra si possa dire altrettanto per il premio: l'esclusione voluta dalle parti di una variazione del prezzo di trasferimento (premio) potrebbe essere considerata indice del fatto che il riporto ha avuto funzione di garanzia, risultando dunque in contrasto col divieto del patto commissorio. Occorre considerare che, proprio in funzione di tale distinzione, nel riporto anche il prezzo dei titoli può assumere una propria autonomia, venendo fissato a un valore inferiore (eventualmente anche di molto) a quello che le parti attribuiscono ai titoli.

5) Natura giuridica del riporto e sua classificazione.

La dottrina che si è sviluppata in corrispondenza del previgente codice di commercio (del 1882) sosteneva che il riporto fosse *costituito da due compravendite di titoli collegate tra loro, una conclusa a pronti, l'altra a termine*.

La dottrina attuale dissente da tale impostazione sostenendo *l'unitarietà del riporto e la sua autonomia rispetto alla compravendita*, anche se per descrivere l'operazione da un punto di vista strutturale c'è ancora chi fa riferimento allo schema della compravendita.

Dunque, *l'orientamento maggioritario della dottrina riconduce ad unità il doppio trasferimento di proprietà, risolvendo in punto sostanziale la stretta parentela tra riporto e compravendita*.

Altre opinioni dottrinali ricostruiscono la natura del riporto riferendosi a diversi contratti tipici: quando nel riporto viene riconosciuta ai titoli una funzione di garanzia c'è chi propone di avvicinare il contratto al *mutuo garantito da pegno irregolare su titoli*, oppure all'*anticipazione bancaria impropria*, oppure ancora si afferma che il riporto potrebbe essere rappresentato come *due mutui contrapposti*.

Quanto alla classificazione del riporto, la non abbondante giurisprudenza in materia lo qualifica come *contratto reale, traslativo della proprietà* (e dunque ad effetti reali) *sinallagmatico* (quindi a prestazioni corrispettive), *e a titolo oneroso*. Ciò determina l'impossibilità di configurare un riporto quando con il contratto non si realizza il trasferimento della proprietà sui titoli, ma semplicemente la consegna con procura a vendere, come pure nel caso che si tratti di titoli infungibili.

Per quanto attiene la latitudine del concetto di *contratto reale* e anche alla configurabilità di un *sinallagma* (cioè di un

rapporto di corrispettività tra le prestazioni delle parti del contratto), la questione sembra risolvibile solo a partire dall'accezione (nonché dalla funzione) del c.d. *prezzo del riporto*. Una posizione dottrinale espressa nel vigore del codice di commercio identificava il prezzo con quello dei titoli, considerando il pagamento del prezzo relativo al primo trasferimento come elemento essenziale per il perfezionamento del contratto. Contro tale tesi è possibile muovere dall'interpretazione dell'art.1549 c.c., dove (come si è visto) l'unico elemento essenziale al perfezionamento del contratto è costituito dalla consegna dei titoli. Pertanto, ***il pagamento del prezzo dei titoli (al momento del primo trasferimento) se costituisce un elemento ricorrente in un normale riporto, potrebbe essere assente in altri casi senza che venga meno l'essenza del contratto.***

Se dunque il prezzo dei titoli non assurge a elemento strutturale del contratto (essendo solo strumentale alla determinazione del premio da pagare a termine), ***viceversa è difficile non considerare il premio (cioè il prezzo del riporto) come elemento non strutturale.*** Difatti, secondo parte della dottrina, l'esclusione, voluta dalle parti, di una variazione del prezzo tra il primo trasferimento e il ritrasferimento dei titoli - premio - sarebbe indice del fatto che il riporto ha avuto esclusivamente funzione di garanzia.

6) Contenuto del contratto.

La complessità dello schema contrattuale delineato dal codice (aggravata dall'implicito riferimento alla compravendita) non agevola la configurazione unitaria e autonoma del riporto. Così si articola il ***complesso delle obbligazioni*** nascenti dal contratto di riporto, che - in quanto ricostruito in funzione dello scambio di temporanea disponibilità di titoli (pur scaturendo lo scambio da ragioni individuali diverse) - si compone di due prestazioni corrispettive:

A) *il trasferimento della temporanea disponibilità dei titoli;*

B) *il ri-trasferimento.*

Tuttavia, nella misura in cui il riporto tende a conciliare tale esigenza con quella propria dell'altro contraente della temporanea disponibilità di una somma di denaro, che non deve necessariamente corrispondere all'esatto controvalore dei titoli, a queste due prestazioni si può aggiungere quella relativa al

C) *premio (o prezzo del riporto)* che non solo non coincide con il prezzo dei titoli, ma la cui entità dipenderà dalle parti (potendo, al limite, essere anche pari a zero), mentre il suo pagamento verrà addossato in capo al riportato o al riportatore (denominandosi allora il premio nel primo caso riporto e nel secondo deporto) a seconda che la funzione dello scambio sia piegata all'interesse alla temporanea disponibilità di denaro (da parte del riportato) o di titoli (da parte del riportatore).

Dal momento che il contratto si perfeziona con il primo trasferimento dei titoli, le obbligazioni da esso originate sono:

- I) *l'obbligo del riportatore di corrispondere il prezzo dei titoli***, se ciò è previsto in contratto per soddisfare un interesse del riportato alla momentanea disponibilità di denaro
- II) *l'obbligazione del riportatore di ritrasferire a termine la stessa quantità di titoli della stessa specie***;
- III) *l'obbligo del riportato di pagare il prezzo dei titoli a fronte del ri-trasferimento da parte del riportatore***. Cioè, anche qui come al punto I, se costituisce un elemento del contratto in funzione della restituzione della somma oggetto di temporanea disposizione da parte del riportato;
- IV) *l'obbligazione relativa al pagamento del premio*** eventuale, nella misura in cui possa essere esclusa dalle parti se il riporto ha solo funzione di garanzia, ed addossata alternativamente sul riportato (*riporto*) o su riportatore (*deporto*).

Per quanto concerne *i diritti accessori e gli obblighi inerenti ai titoli*, l'art.1550, I comma, c.c., stabilisce che essi *spettano al riportato, mentre il diritto di voto spetta al riportatore, salvo patto contrario* (art.1550, II comma). Il rinvio agli artt.1531-1534 c.c. operato dal I comma consente di assimilare la posizione del riportato a quella del compratore a termine, al quale spettano gli interessi e i dividendi esigibili dopo la conclusione del contratto (per cui, se riscossi dal riportatore, devono essere da questi trasferiti al riportato). Viceversa, il riportato deve fornire al riportatore, almeno due giorni prima della

scadenza, le somme necessarie per far fronte ai versamenti richiesti per titoli (azionari) non integralmente liberati.