

A R T I C O L I

ANDREA ZOPPINI *

Note sparse a margine del patrimonio destinato di Cassa Depositi e Prestiti

SOMMARIO: 1. Considerazioni introduttive. — 2. La genesi dei patrimoni destinati ad uno specifico affare. — 3. Struttura e funzione dei patrimoni destinati. — 4. Patrimoni destinati e separazione patrimoniale. — 5. I patrimoni separati nelle società pubbliche. — 6. Il patrimonio destinato Bancoposta. — 7. La funzione della separazione patrimoniale nelle società pubbliche. — 8. Il patrimonio destinato di Cassa Depositi e Prestiti.

1. La costituzione per disposizione di legge (art. 27 d.l. 19 maggio 2020, n. 34) d'un nuovo patrimonio separato afferente alla società per azioni Cassa Depositi e Prestiti appare meritevole di qualche considerazione nella duplice prospettiva sia del diritto societario generale sia di quello speciale che si rivolge alle società c.d. pubbliche (sintagma non univoco, ma che individua le società o costituite e disciplinate per legge, ovvero quelle controllate da un soggetto pubblico).

Nella previsione del legislatore che interviene nell'emergenza generata dalla pandemia, il patrimonio separato, denominato « Patrimonio Rilancio », ha quale finalità quella di dotare Cassa Depositi e Prestiti (d'ora in poi anche "CDP") d'uno strumento specifico e, poi, d'una specifica provvista economica per intervenire nella struttura finanziaria delle imprese italiane — costituite in forma di società per azioni o cooperativa — che abbiano subito un impatto patrimoniale per effetto dell'epidemia Covid-19.

Le ragioni e gli spunti di riflessione derivanti dalla nuova disciplina speciale, che in parte ripensa le regole generali del patrimonio destinato a uno specifico affare disciplinato nel codice, sono molteplici.

Scorrendo l'art. 27 d.l. 34/2020 è agevole essere avvertiti del fatto che in più di un punto il legislatore ha ripensato la disciplina dell'istituto, in

(*) Professore ordinario di Diritto privato nell'Università di Roma Tre.

particolare per quanto concerne la rappresentazione contabile, la responsabilità per le obbligazioni e il regime della diligenza gestoria ⁽¹⁾.

Quanto alla responsabilità per le obbligazioni assunte il legislatore ha disattivato la norma sulla tutela dei creditori involontari sul presupposto che le finalità del Patrimonio Rilancio appaiono difficilmente conciliabili con le regole statutarie di Cassa Depositi e Prestiti e con l'assunzione di rischi che con quest'ultima sono incoerenti (ad iniziare da quanto previsto all'art. 3, comma 1, lett. *d*) dello Statuto di Cassa Depositi e Prestiti là dove si prevede che non possa investire in società in crisi) ⁽²⁾.

Quanto alla rappresentazione contabile, la norma del Decreto legge (art. 27, comma 6, d.l. 34/2020) fa i conti con le regole dei principi IFRS/IAS, poiché i beni e i rapporti del patrimonio destinato non concorrono in nessun modo alla formazione del risultato economico e non si riflettono nelle scritture contabili di CDP. Risulta così riscritta la disposizione del bilancio civilistico che si legge all'art. 2447-*septies*, comma 1, c.c. ove è previsto che i beni e i rapporti compresi nei patrimoni destinati siano distintamente indicati nello stato patrimoniale della società ⁽³⁾. Con la pratica conseguenza che la rappresentazione contabile del Patrimonio Rilancio sarà approvata, secondo le modalità previste dalle disposizioni regolamentari, e costituirà un allegato al bilancio di esercizio di CDP.

Le regole speciali sulla responsabilità gestoria mirano a “disattivare” la responsabilità contabile che, diversamente da quella radicata nella *business judgement rule*, che è frutto di una valutazione *ex ante*, è al contrario una responsabilità contabile “a saldo” che si manifesta per effetto dell'ammanto nel patrimonio pubblico. Il legislatore, a questo riguardo, per non disincentivare o limitare gli interventi attuati attraverso il Patrimonio Rilancio ha operato su un duplice piano: (*a*) da un lato, ha valorizzato la logica del portafoglio sotteso alla gestione complessiva, volendosi operare una pluralità di

⁽¹⁾ Rispetto alle disposizioni codicistiche previste per i patrimoni destinati ad uno specifico affare, l'art. 27, comma 3, d.l. 34/2020 dispone, tra l'altro, che non si applichi l'art. 2447-*quater*, comma 2, c.c. e che il valore del patrimonio destinato, o di ciascuno dei suoi comparti, possa essere superiore al dieci per cento del patrimonio netto di Cassa Depositi e Prestiti, in deroga a quanto stabilito dall'art. 2447-*bis*, comma 2, c.c.

⁽²⁾ L'art. 27, comma 1, d.l. 34/2020 stabilisce che « il Patrimonio destinato e ciascuno dei suoi comparti rispondano esclusivamente delle obbligazioni dai medesimi assunte, nei limiti dei beni e rapporti giuridici agli stessi apportati ovvero generati o rivenienti dalla gestione ». Inoltre, sul Patrimonio destinato non sono ammesse azioni dei creditori di Cassa Depositi e Prestiti o nell'interesse degli stessi. Il legislatore ha ommesso ogni riferimento alla disciplina contenuta all'art. 2447-*quinquies*, comma 3, c.c., laddove viene fatta salva la responsabilità illimitata della società per le obbligazioni derivanti da fatto illecito. Per un approfondimento, v. N. BACCETTI, *Creditori extracontrattuali, patrimoni destinati e gruppi di società*, Milano, 2009.

⁽³⁾ Per un approfondimento sulla rappresentazione contabile del patrimonio destinato, v. G.E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, in *Banca borsa*, 2004, I, 30 ss.; G. STRAMPELLI, *Profili contabili dei patrimoni destinati*, in questa *Rivista*, 2011, 585 ss.

interventi; (b) dall'altro ha associato al rispetto delle regole gestorie eteronome (segnatamente quelle attuative per via dei decreti ministeriali) e poi dei regolamenti interni che le tradurranno nell'organizzazione di CDP, l'assenza di dolo e colpa grave che è il presupposto normativo cui è agganciata la responsabilità erariale (così come previsto dall'art. 12, comma 2, d.lgs. 19 agosto 2016, n. 175).

Il quesito più radicale che questo intervento normativo suscita attiene, tuttavia, a un tema di vertice, perché ricorrere — per questa specifica missione — al patrimonio destinato ad uno specifico affare ⁽⁴⁾.

2. L'incertezza sull'effettiva funzione, nonché sulla pratica utilità del patrimonio destinato ha, per così dire, accompagnato la stessa nascita dell'istituto e il suo ingresso nel codice civile.

Non a caso, il patrimonio destinato ad uno specifico affare, che la riforma del 2003 ha disciplinato agli artt. 2447-*bis* e seguenti del codice civile, è uno degli istituti che di più ha fatto discutere la Commissione di riforma del diritto societario. E i dissensi interni ai lavori preparatori sono approdati alle riviste giuridiche ben prima che la riforma abbia avuto vigore ⁽⁵⁾.

A guardare retrospettivamente, le ragioni del confronto — talora molto acceso — derivavano dalla missione che il legislatore delegante aveva affidato alla riforma, poiché già nella relazione illustrativa al c.d. progetto Mironi ⁽⁶⁾ — da cui la disposizione inerente ai patrimoni dedicati è stata sostanzialmente ripresa — veniva esortato il legislatore delegato a confrontarsi con la specializzazione della responsabilità patrimoniale e con il *trust* di diritto anglosassone ⁽⁷⁾.

L'obiettivo del legislatore delegante era in effetti ambiguo o, quantomeno, polivoco, atteso che alla stregua dei principî espressi all'art. 4, comma

⁽⁴⁾ V. A. JANNARELLI, *Brevi note a proposito di "soggetto giuridico" e di "patrimoni separati"*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2009, 1253 ss.; M. LAMANDINI, *I patrimoni "destinati" nell'esperienza societaria. Prime note sul d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, in questa *Rivista*, 2003, 490 ss.; nonché, G. MARANO, *I patrimoni destinati in una prospettiva di analisi giuseconomica*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, n. 57, Roma, 2004.

⁽⁵⁾ I lavori preparatori si leggono integralmente nel volume che ho concorso a curare con M. Vietti, F. Auletta, G. Lo Cascio e U. Tombari, *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori, testi e materiali*, Milano, 2006. Per il dibattito che anticipa il vigore della novella codicistica si v. P. FERRO-LUZZI, *La disciplina dei patrimoni separati*, in questa *Rivista*, 2002, 121 ss. (cfr. anche Id., *I patrimoni "dedicati" e i "gruppi" nella riforma della società per azioni*, in *Riv. not.*, 2002, 271 ss.) e, in senso sostanzialmente opposto, F. DI SABATO, *Brandelli di esperienza (non del tutto negativa) di un aspirante legislatore*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. Benazzo - S. Patriarca - G. Presti, Milano, 2003, 315 ss.

⁽⁶⁾ Si legge in questa *Rivista*, 2000, 25 ss., a 43.

⁽⁷⁾ In tema, v. P. MANES, *Art. 2447-bis*, in EAD. - F. PASQUARIELLO, *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Bologna, 2013, 28 ss.

4, lett. *b*), L. 3 ottobre 2001, n. 366, si voleva così « consentire che la società [per azioni] costituisca patrimoni dedicati ad uno specifico affare, determinandone condizioni, limiti e modalità di rendicontazione, con la possibilità di emettere strumenti finanziari di partecipazione ad esso; prevedere adeguate forme di pubblicità; disciplinare il regime di responsabilità per le obbligazioni riguardanti detti patrimoni e la relativa insolvenza ».

Rammento che, per quanto concerne la struttura dell'impianto normativo del nuovo istituto, alla Commissione si erano proposte tre possibili alternative:

i) un modello, che potrebbe dirsi sub-societario, in quanto caratterizzato da un regime che tendenzialmente duplicava nella disciplina del patrimonio separato la struttura e le regole di funzionamento della società (prevedendo un autonomo organo di amministrazione, un organo di controllo, un nome, e così via);

ii) un secondo modello, che ravvisava nel patrimonio separato lo strumento per assoggettare una parte del patrimonio sociale a regole speciali di gestione, rilevanti anche sul piano della responsabilità ed opponibili nei confronti dei soggetti terzi;

iii) infine, un modello che intendeva valorizzare la destinazione patrimoniale sul piano essenzialmente finanziario, atteso che la separazione del patrimonio era destinata a spiegarsi esclusivamente sui proventi derivanti da un'attività futura.

La scelta della Commissione si è orientata verso il secondo e il terzo modello, mentre ha respinto il primo; così che oggi l'art. 2447-*bis* c.c., che espressamente s'intitola ai "Patrimoni destinati ad uno specifico affare", prevede che la società possa « *a*) costituire uno o più patrimoni ciascuno dei quali destinato in via esclusiva ad uno specifico affare; *b*) convenire che nel contratto relativo al finanziamento di uno specifico affare al rimborso totale o parziale del finanziamento medesimo siano destinati i proventi dell'affare stesso, o parte di essi ».

3. Ne emerge un istituto che, almeno a livello teorico, trova una spiegazione in una duplice prospettiva: quale strumento per conseguire un risparmio dei costi di gestione, perché si vuole evitare il ricorso alla creazione di società controllate che sono mero veicolo dei rapporti giuridici che si vogliono rendere autonomi; nonché, quale strumento che consente di ampliare e diversificare i canali di finanziamento dell'impresa ⁽⁸⁾.

Sicché il senso del patrimonio separato può sintetizzarsi nel fatto che — entro i limiti e le condizioni tassativamente disciplinate — la società per

⁽⁸⁾ In tema, P. SPADA, *Responsabilità patrimoniale e articolazione del rischio*, in *Principi civilistici nella riforma del diritto societario*, a cura di V. Afferni - G. Visintini, Milano, 2005, 165 ss.; anche, C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, 37 ss.

azioni può derogare al principio generale dell'universalità della responsabilità patrimoniale, che si legge all'art. 2740 c.c., in ordine alla quale il debitore risponde con tutti i suoi beni presenti e futuri, avendosi così un fenomeno di specializzazione della responsabilità patrimoniale, perché sui beni separati può soddisfarsi solo la classe creditoria privilegiata ⁽⁹⁾.

Se volessimo tradurre questo concetto con la griglia giuseconomica, il fenomeno societario genera una *defensive asset partitioning* e conseguentemente impone la destinazione del patrimonio sociale essenzialmente a tutela dei terzi, prima di tutto dei creditori sociali (*affirmative asset partitioning*) ⁽¹⁰⁾.

In effetti, con il patrimonio separato si destina alla garanzia di taluni creditori un determinato attivo patrimoniale, che è posto al riparo dalle pretese degli altri creditori della società ⁽¹¹⁾.

In questo modo, si vorrebbe realizzare una forma evoluta di garanzia dei creditori, conseguendosi un duplice risultato: da un lato, la separazione può servire a sottrarre un nuovo apporto finanziario al regime della garanzia patrimoniale generica e, dunque, alle pretese dei precedenti creditori dell'impresa; dall'altro, e concorrentemente, ciò che rileva in termini di garanzia possono essere non i beni attualmente presenti nel patrimonio, ma il flusso di reddito futuro che essi sono idonei a produrre e che sono conseguentemente separati rispetto agli altri beni dell'impresa ⁽¹²⁾.

D'obbligo il riferimento al teorema di Modigliani e Miller, perché il senso del nuovo istituto si manifesta essenzialmente nell'incidenza della struttura finanziaria della società sul costo del capitale, in una prospettiva che è tipicamente di *corporate finance* ⁽¹³⁾. Nel mercato, la struttura finan-

⁽⁹⁾ Sulle radici storiche del principio della responsabilità patrimoniale e sulle implicazioni sistematiche connesse al patrimonio destinato ad uno specifico affare sia consentito rinviare al mio studio su *Autonomia e separazione del patrimonio, nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 545 ss., 552. V., in tema, G. OPPO, *Spunti problematici sulla riforma della società per azioni*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2003, II, 479 ss., 480; nonché *Id.*, *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, 474; e G.B. PORTALE, *La riforma delle società di capitali tra diritto comunitario e diritto internazionale privato*, in *Europa e dir. priv.*, 2005, 112.

⁽¹⁰⁾ H. HANSMANN - R. KRAAKMAN, *The Essential Role of Organizational Law*, in *Yale Law Journal*, 2000, vol. 110, n. 3, 387 ss.

⁽¹¹⁾ Per questa prospettiva, v. soprattutto H. HANSMANN - R. KRAAKMAN, *Il ruolo essenziale dell'organizational law*, estratto da questa *Rivista*, 2001, 21 ss. V., più recentemente, L. VENTURA, *Il patrimonio separato tra equivalenza funzionale e asimmetrie normative*, in *Dir. comm. int.*, 2016, spec. 186 ss.

⁽¹²⁾ G. PESCATORE, *La funzione di garanzia dei patrimoni destinati*, Milano, 2008.

⁽¹³⁾ Ci si riferisce ovviamente a F. MODIGLIANI - M.H. MILLER, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in *American Economic Review*, 1958, vol. 48, n. 3, 261 ss., ora parzialmente riprodotto in) *Economics of Corporation Law and Securities Regulation*, a cura di R.A. Posner - K.E. Scott, Boston-Toronto, 1980, 237 ss. Un'illustrazione e una rassegna delle principali opinioni in O. HART, *Financial Contracting*, in *Journal of Economic Literature*, 2001, vol. 39, n. 4, 1079 ss.

ziaria dell'impresa determina e divarica il costo del capitale di debito e, conseguentemente, costituisce un fattore decisivo al fine di verificare l'efficienza dell'impresa, segnatamente per quanto concerne l'imposizione fiscale, l'incidenza sul costo del debito, la trasmissione di informazioni rilevanti al mercato, l'incremento della liquidità (*cash flow*) ⁽¹⁴⁾.

In questa prospettiva, la struttura dei patrimoni dedicati della società per azioni sicuramente ha l'effetto d'incidere sul costo del capitale di debito, atteso che assicura a taluni creditori una posizione doppiamente privilegiata:

i) il credito è tutelato in maniera specifica dal vincolo di destinazione, sottraendolo alla concorsualità con gli altri creditori dell'impresa;

ii) sono ridotti i costi di monitoraggio del creditore/investitore, atteso che questi deve guardare non a tutto il patrimonio sociale, ma solo alla parte perimetrata dal vincolo di destinazione, rispetto al quale ha verosimilmente acquisito informazioni specifiche e privilegiate, nonché eventualmente taluni poteri di controllo.

Con il che sembrerebbe trovare conferma, in termini astratti, una considerazione di carattere generale, in ordine alla quale il punto d'incidenza giuridico-economica del finanziamento non è più l'impresa, ma la singola iniziativa imprenditoriale, di cui si valuta l'intrinseco equilibrio economico finanziario e rispetto alla quale i soggetti interessati predeterminano convenzionalmente il regime di ripartizione dei rischi ⁽¹⁵⁾.

4. Ho provato a sintetizzare taluni elementi teorici intorno ai quali aveva ruotato il dibattito in ordine alla funzione del patrimonio destinato, per evidenziare che a fronte delle attese, gli esiti pratici sono stati assai modesti se non irrilevanti. Vero è, infatti, che quest'istituto — quale autonoma scelta statutaria — ha avuto una adesione del tutto marginale ⁽¹⁶⁾.

Nella sostanza, la scelta d'operare una separazione patrimoniale si è continuata ad attuare attraverso la costituzione di società controllate.

Se guardiamo all'esigenza di gestione di più iniziative imprenditoriali eterogenee, propria della grande impresa, una qualche attenzione maggiore

⁽¹⁴⁾ Esemplamente per questa impostazione v. P.H. HUANG - M.S. KNOLL, *Corporate Finance, Corporate Law and Finance Theory*, in *Southern California Law Review*, 2000, vol. 74, n. 1, 175 ss.

⁽¹⁵⁾ B. INZITARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare (art. 2447 bis, lettera a, c.c.)*, in *Contr. e impr.*, 2003, 164 ss., 166.

⁽¹⁶⁾ G. OLIVIERI, *Patrimoni destinati a specifici affari e regimi di responsabilità dell'impresa azionaria*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 504 ss. Per alcune criticità, v. F. D'ALESSANDRO, *Patrimoni separati e vincoli comunitari*, in *Società*, 2004, 1061 ss.; nonché, G. COTTINO, *La riforma societaria ai suoi primi giri di boa: noterelle in margine ad alcuni dati giurisdizionali e statistici (con qualche mauvaise pensée)*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa - G.B. Portale, vol. I, Torino, 2006, 37 s., per il quale la disciplina dei patrimoni e finanziamenti destinati, alla luce degli esigui numeri, è risultata un flop.

vi è stata per la separazione (non con effetto reale, ma) meramente contabile, attraverso l'emissione di azioni correlate⁽¹⁷⁾. Che sono appunto lo strumento per consentire alle imprese multidivisionali di evidenziare il valore dell'investimento su un determinato settore dell'attività sociale, contabilmente separato dagli altri, e favorire le operazioni di fusione e il conferimento di azienda (perché ad esempio chi opera il conferimento può avere interesse a continuare a partecipare agli utili generati dall'azienda che conferisce).

Ad illustrare le ragioni della irrilevanza pratica (a fronte, come detto, della significativa attenzione nel dibattito della giurisprudenza teorica) possono valutarsi le seguenti considerazioni:

i) da un lato il ricorso alla società controllata e alla struttura del gruppo costituisce una opzione molto più agevolmente praticabile, trattandosi d'un modello flessibile di distinzione soggettiva e di organizzazione dell'attività che favorisce una gestione ottimale del rischio⁽¹⁸⁾;

ii) il modello di analisi della segmentazione del costo del credito è puramente teorico;

iii) la canalizzazione del finanziamento verso operazioni specifiche determinerebbe una sottrazione di valori alla garanzia patrimoniale offerta dalla società ai propri creditori anteriori all'iscrizione della deliberazione costitutiva del patrimonio destinato⁽¹⁹⁾.

In più vi è un altro problema rilevante, che costituisce la ragione dell'insuccesso pratico del patrimonio separato come istituto del diritto generale: ed esso attiene al fatto che non è dato identificare — come è invece per la persona giuridica — un bagaglio completo di regole idonee a disciplinare alcuni specifici aspetti dell'istituto (ad incapacità di soddisfare i creditori)⁽²⁰⁾.

La legge delega ambiva a evitare il ricorso alla duplicazione soggettiva, nei casi in cui si trattava di realizzare solo una mera funzione di separazione

⁽¹⁷⁾ Cfr. G.B. PORTALE, *Dal capitale « assicurato » alle « tracking stocks »*, in questa *Rivista*, 2002, 162 ss.; M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca borsa*, 2003, I, 519 ss., 527 ss. V., più recentemente, P. TULLIO, *Finanziamenti finalizzati nella s.p.a.: azioni correlate e strumenti finanziari di partecipazione all'affare*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 364 ss.

⁽¹⁸⁾ In tema, v. G. GUIZZI, *Patrimoni separati e gruppi di società (articolazione dell'impresa e segmentazione del rischio: due tecniche a confronto)*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 639 ss.

⁽¹⁹⁾ Secondo A. PAVONE LA ROSA, *L'insolvenza della società per azioni con patrimoni « separati »*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso (nt. 16), 922, tale effetto non verrebbe replicato in caso di costituzione di una società controllata, poiché « i mezzi finanziari erogati per la costituzione della nuova società risultano in via di massima adeguatamente compensati dal valore del pacchetto azionario posseduto dalla società “madre” ».

⁽²⁰⁾ Sia consentito rinviare al mio *Autonomia e separazione del patrimonio, nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 545 ss.

patrimoniale, avendosi così un contenimento dei costi di gestione, ma l'esperienza pratica induce a ritenere i costi complessivamente connessi ai patrimoni destinati ad uno specifico affare, in termini di traslazione del rischio d'impresa sui creditori volontari del patrimonio separato, prevalgono nettamente sui benefici che sono alquanto modesti ⁽²¹⁾.

5. A fronte di tutto ciò, il Patrimonio Rilancio testimonia invece il rilevante successo del patrimonio destinato ad uno specifico affare nell'ambito delle società pubbliche.

Un rilievo che è prima di tutto legato all'importanza delle iniziative pubbliche che hanno adottato questa forma organizzativa.

Provo a fornire talune indicazioni.

(i) La società Patrimonio dello Stato s.p.a., istituita attraverso l'art. 7 d.l. 15 aprile 2002, n. 63, al fine della valorizzazione, gestione e alienazione del patrimonio statale, è stata legittimata ad effettuare operazioni di cartolarizzazione attraverso il meccanismo operativo della separazione patrimoniale ⁽²²⁾.

(ii) L'art. 2, comma 1, d.l. 25 settembre 2001, n. 351 ha consentito la costituzione della Società Cartolarizzazione Immobili Pubblici (Scip): i beni individuati, nonché ogni altro diritto acquisito nell'ambito dell'operazione di cartolarizzazione dalla società nei confronti dello Stato e degli altri enti pubblici o di terzi, componevano un patrimonio separato ⁽²³⁾. La separazione patrimoniale ha garantito le operazioni di cartolarizzazione, inibendo ogni azione da parte di qualsiasi creditore diverso dai portatori dei titoli emessi dalle società ovvero dai concedenti i finanziamenti da esse reperiti ⁽²⁴⁾.

⁽²¹⁾ Cfr. R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare. Artt. 2447-bis - 2447-decies*, in *Il Codice Civile. Commentario Schlesinger*, diretto da F.D. Busnelli, Milano, 2014, 3 ss.; G. OLIVIERI (nt. 14), 510. V., anche, G. GIANNELLI, *I finanziamenti destinati ad uno specifico affare e il contenimento del rischio di impresa*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 785 ss.

⁽²²⁾ G. OPO, *Patrimonio dello Stato e società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 501, precisa come la cartolarizzazione rappresenti uno degli scopi essenziali del decreto.

⁽²³⁾ R. COSTI, *Dismissione del patrimonio immobiliare pubblico e mercato finanziario*, in *La cartolarizzazione del patrimonio immobiliare pubblico*, a cura di G. Morbidelli, Torino, 2004, 104. Precisa U. TOMBARI, *Profili organizzativi della "società veicolo" nella legge sulla privatizzazione*, *ivi*, 231, che « centro di imputazione di rapporti con ciascuna classe di investitori rimane la società-veicolo, la quale, in forza di una speciale disciplina derogatoria del principio generale di cui all'art. 2740 c.c., risponde per ciascuna operazione di cartolarizzazione con una parte soltanto dei propri beni, ossia con il "patrimonio separato" costituito per quella specifica operazione ».

⁽²⁴⁾ F. FRANCARIO, *Privatizzazioni, dismissioni e destinazione naturale dei beni pubblici*, in *Dir. amm.*, 2004, 122. Cfr., altresì, L. CAROTA, *Le operazioni di cartolarizzazione relative agli immobili pubblici*, in *Contr. e impr.*, 2005, spec. 801 s.; A. SERRA, *Scip, Patrimonio spa e Infrastrutture spa: le società per la "valorizzazione" dei beni pubblici. L'impatto sul regime dei beni trasferiti*, in *Aedon*, 2005, n. 2.

(iii) Ulteriore esempio di separazione patrimoniale è costituito dall'art. 8, comma 4, d.l. 15 aprile 2002, n. 63: la società Infrastrutture s.p.a., costituita da Cassa Depositi e Prestiti e avente come scopo il finanziamento delle infrastrutture e delle grandi opere pubbliche, ha potuto destinare propri beni e rapporti giuridici all'esclusivo soddisfacimento dei diritti dei portatori di titoli da essa emessi e di altri soggetti finanziatori. Occorre ricordare che anche CDP, in virtù di quanto previsto dall'art. 5, comma 18, d.l. 30 settembre 2003, n. 269 (decreto con cui si è disposta la trasformazione in società per azioni), può riservare propri beni e rapporti giuridici al soddisfacimento dei diritti dei portatori di titoli da essa emessi e di altri soggetti finanziatori ⁽²⁵⁾.

(iv) La separazione patrimoniale è richiamata, inoltre, all'art. 6 del già menzionato d.l. 269/2003, con cui è stata disposta la trasformazione in società per azioni (SACE) dell'Istituto per i servizi assicurativi del commercio estero. Ai sensi del comma 19, i crediti trasferiti alla SACE, nei limiti in cui abbiano formato oggetto delle operazioni di cartolarizzazione e di emissione di obbligazioni, nonché gli altri rapporti giuridici instaurati in relazione alle stesse, costituiscono patrimonio separato della SACE s.p.a.

(v) Una recente previsione normativa in tema di separazione patrimoniale è rappresentata dall'art. 5, d.l. 99/2017: la società AMCO, acquisita dal Ministero dell'economia e delle finanze nel 2016 e cessionaria dei crediti deteriorati, non ceduti o retrocessi di Veneto Banca s.p.a. e di Banca Popolare di Vicenza s.p.a., amministra e gestisce tali crediti avvalendosi di appositi patrimoni destinati.

6. Il caso senz'altro più rilevante è, tuttavia, costituito dal patrimonio destinato Bancoposta nel patrimonio di Poste Italiane s.p.a.

Il Patrimonio Bancoposta — così come oggi disciplinato dall'art. 1, comma 1, d.p.r. 14 marzo 2001, n. 144 (“Regolamento recante norme sui servizi di bancoposta”) ⁽²⁶⁾ — integra un patrimonio destinato esclusivamente all'esercizio delle attività di bancoposta, costituito da Poste Italiane s.p.a. mediante delibera dell'assemblea straordinaria del 14 aprile 2011 ⁽²⁷⁾. Viene, quindi, istituito un complesso di beni e rapporti giuridici afferenti alle

⁽²⁵⁾ G. DELLA CANANEA, *La società per azioni Cassa depositi e prestiti*, in *Giorn. dir. amm.*, 2004, 370.

⁽²⁶⁾ Il Patrimonio Bancoposta è stato disciplinato dall'art. 2, commi 17-*octies* - 17-*undecies*, d.l. 29 dicembre 2010, n. 225. Per un commento, v. L. SALTARI, *Poste italiane sempre più banca (del Mezzogiorno)?*, in *Giorn. dir. amm.*, 2011, 834 s. V., anche, G. MOCAVINI, *I compiti strategici di Poste Italiane*, in *La regolazione del settore postale nell'era digitale*, a cura di G. Napolitano, Napoli, 2015, 54.

⁽²⁷⁾ Seppur prima del d.p.r. 144/2001, v. R. COSTI, *Bancoposta e ordinamento del mercato finanziario*, in *Bancoposta e mercati*, a cura di F. Cesarini - Id. - F. Tutino, Bologna, 2000, 11 ss.

attività di Bancoposta, distinto dal patrimonio generale di Poste Italiane s.p.a., nonché da ogni altro patrimonio destinato.

Nella forma del patrimonio destinato, separato dall'attività più propriamente postale, come delineate dall'art. 2, comma 1, d.p.r. 144/2001, rientrano la raccolta di risparmio tra il pubblico, la raccolta del risparmio postale, la prestazione di servizi di pagamento, il servizio di intermediazione in cambi.

Per l'esercizio dell'attività di Bancoposta, Poste italiane s.p.a. si avvale di strutture organizzative autonome, istituendo anche un sistema di separazione contabile dell'attività di Bancoposta rispetto alle altre attività (art. 2, comma 9, d.p.r. 144/2001) ⁽²⁸⁾.

Come precisato dal Regolamento del Patrimonio Bancoposta, annesso alla delibera assembleare costitutiva, la formazione d'un compendio patrimoniale autonomo e separato è avvenuta al fine dell'applicazione degli istituti di vigilanza prudenziale di Banca d'Italia e a garanzia delle obbligazioni assunte da Poste italiane s.p.a. nell'esercizio dell'attività di Bancoposta ⁽²⁹⁾. In caso di insolvenza, il patrimonio separato è riservato al prioritario soddisfacimento dei diritti dei creditori del bancoposta. Il Patrimonio Bancoposta, dunque, oltre a integrare il compendio di beni e rapporti su cui i creditori particolari del Bancoposta hanno diritto di rivalersi in via esclusiva, individuata, al contempo, il perimetro di applicazione degli istituti prudenziali riferiti all'attività di Bancoposta.

Nel complesso, il Patrimonio Bancoposta è dotato di una organizzata e autonoma articolazione patrimoniale, funzionale all'esercizio di una serie di attività economiche. La disciplina dà atto che i beni e i rapporti giuridici destinati, in quanto strumentali all'operatività dell'attività di Bancoposta, sono soggetti a mutamenti: pertanto, se i beni ed i rapporti che nella dinamica del Patrimonio Bancoposta vengono alienati, ovvero cessano o si estinguono a qualunque titolo, perdono conseguentemente il vincolo di destinazione. A séguito della cessazione del Patrimonio Bancoposta, i beni e i rapporti giuridici destinati, previo soddisfacimento dei creditori del patrimonio separato, rientrano nella piena disponibilità di Poste italiane s.p.a.

A ben guardare si tratta di una disciplina che, nella medesima società, tende ad assicurare la coerenza d'un duplice regime sul piano regolatorio, atteso che la gestione postale è soggetta alla regolazione del servizio universale, mentre il regime bancoposta attiene tipicamente alle attività proprie degli intermediari bancari. L'art. 2, comma 5, d.p.r. 144/2001, prevede, infatti, che nell'ambito delle attività di Bancoposta, Poste italiane s.p.a. sia

⁽²⁸⁾ D. SANTACECCA, *Asimmetrie regolamentari fra il sistema bancario e il sistema postale*, in *Bancoposta e mercati*, a cura di in F. Cesarini - R. Costi - F. Tutino (nt. 27), 52-54.

⁽²⁹⁾ In tema, v. M. CARDI, *Cassa Depositi e Prestiti e Bancoposta. Identità giuridiche in evoluzione*, Bari, 2012, 60 ss. Secondo l'A. il patrimonio separato definisce l'identità soggettiva di Bancoposta (a 66).

equiparata agli istituti di credito. Ciò comporta l'applicazione della disciplina del Testo unico bancario in materia di vigilanza, nonché delle regole in materia di moneta elettronica, servizi di pagamento e trasparenza delle condizioni contrattuali.

7. A distanza di quasi vent'anni, credo allora che sia possibile tentare una qualche conclusione, di carattere più generale, sull'istituto quanto alla funzione e alla sua rilevanza pratica.

L'obiettivo che si persegue attraverso la costituzione di un patrimonio destinato ad uno specifico affare — almeno nelle società c.d. pubbliche — non attiene a tutta evidenza alla separazione patrimoniale o al risparmio dei costi di gestione.

Al contrario, la ragione fondamentale sembra piuttosto essere quella che il legislatore vuole attribuire una diversa, separata e duplice gestione imprenditoriale agli stessi amministratori d'una determinata società ⁽³⁰⁾.

Questa esigenza è particolarmente avvertita nelle società pubbliche, ove si vuole garantire la coerenza della gestione sotto la medesima conduzione manageriale che, invero, la duplicazione societaria potrebbe incrinare (un fenomeno questo che appare molto meno rilevante nei gruppi a controllo privato).

Per questa ragione, il patrimonio destinato a uno specifico affare ha conquistato un suo preciso e coerente spazio quale un modello organizzativo dell'impresa separata nelle società pubbliche, in particolare là dove è la società di "appoggio" che offre la credibilità gestionale al mercato rispetto alla nuova iniziativa ⁽³¹⁾.

In ciò registro una singolare eterogenesi dei fini dell'istituto, sia negli obiettivi del legislatore delegante sia nelle animate discussioni cui partecipai ormai vent'anni fa. Non è la separazione ad evidenziare il valore finanziario per il mercato, ma è la società che accoglie il patrimonio a garantire — e managerialmente e, forse, politicamente la nuova iniziativa.

8. Concludo con un'ultima sintetica considerazione.

Nel Patrimonio Rilancio sono evidenti i profili di regolazione del mercato e l'attenzione per i profili che attengono al rispetto delle norme sugli aiuti di Stato. Si tratta di profili rilevanti, anche nella prospettiva della regolazione del mercato.

⁽³⁰⁾ Sia consentito rinviare al mio *La società (a partecipazione) pubblica: verso una public corporate governance?*, in *La nuova disciplina delle società a partecipazione pubblica*, a cura di R. Garofoli - A. Zoppini, Molfetta, 2018, 27 ss.

⁽³¹⁾ In tema, A.D. SCANO, *Società pubbliche e patrimoni destinati tra tutela della concorrenza e libertà di (diversific)azione economica*, in *Le "società pubbliche"*, a cura di C. Ibba - M.C. Malaguti - A. Mazzoni, Torino, 2011, 371 ss.

Il Patrimonio Rilancio dovrà intervenire a sostegno di società per azioni, anche quotate, comprese quelle costituite in forma cooperativa, che abbiano sede legale in Italia, non operino nel comparto bancario, finanziario o assicurativo e che presentino un fatturato annuo superiore a cinquanta milioni di euro (art. 27, comma 4, d.l. 34/2020). Assieme a questa delimitazione soggettiva, il legislatore precisa come l'azione del Patrimonio Rilancio dovrà avvenire in condizioni di mercato ovvero alternativamente nel rispetto delle prescrizioni comunitarie in materia di aiuti di Stato adottate per fronteggiare l'emergenza epidemiologica da Covid-19 ⁽³²⁾.

L'azione del Patrimonio Rilancio avrà pertanto effetti potenzialmente rilevanti sul mercato del controllo societario, almeno in taluni settori dell'economia ⁽³³⁾.

Nell'attesa del decreto ministeriale con cui verranno fissati i requisiti operativi del patrimonio destinato, il Decreto legge ha individuato gli ambiti settoriali che dovranno essere tenuti in considerazione nell'individuazione e nell'attuazione degli interventi di sostegno pubblico ⁽³⁴⁾. Infatti, gli investimenti del Patrimonio Destinato dovranno tenere in particolare conto dell'incidenza dell'impresa con riguardo allo sviluppo tecnologico, alle infrastrutture critiche e strategiche, alle filiere produttive strategiche, alla sostenibilità ambientale, alla rete logistica, nonché ai livelli occupazionali e del mercato del lavoro ⁽³⁵⁾.

⁽³²⁾ La Commissione europea ha adottato a marzo 2020 un "Quadro temporaneo per gli aiuti di Stato", al fine di permettere agli Stati membri di avvalersi della flessibilità prevista dalle norme sugli aiuti di Stato, sostenendo la ripartenza economica a seguito dell'emergenza pandemica. L'art. 27, comma 4, d.l. 34/2020 precisa che « qualora risulti necessario, gli interventi del Patrimonio Destinato sono subordinati all'approvazione della Commissione europea ai sensi dell'art. 108 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea ».

⁽³³⁾ Per una riflessione sul ruolo di CDP si v. L. ENRIQUES, *Governance pubblica e privata delle politiche pubbliche: una proposta di riforma della governance della Cassa Depositi e Prestiti*, in *Giur comm.*, 2020, I, 1014 ss.

⁽³⁴⁾ Gli interventi del Patrimonio Destinato, in via preferenziale, dovranno tradursi in sottoscrizione di prestiti obbligazionari controvertibili, partecipazione ad aumenti di capitale, nonché in acquisto di azioni quotate sul mercato secondario in caso di operazioni strategiche. Inoltre, potranno essere compiuti interventi riguardanti operazioni di ristrutturazioni societarie, purché caratterizzate da adeguate prospettive di redditività (art. 27, comma 5, d.l. 34/2020).

⁽³⁵⁾ Per un commento, v. A. GALLARATI, *Il diritto del « Rilancio ». Debito, equity e beni comuni*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, spec. 448 ss.