

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

APRILE / GIUGNO

2026

[rivista.dirittobancario.it](http://rivista.dirittobancario.it)

## **DIREZIONE**

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,  
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI  
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,  
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

## **COMITATO DI DIREZIONE**

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,  
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,  
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

## **COMITATO SCIENTIFICO**

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,  
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,  
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE  
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO  
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,  
FRANCESCO TESAURO<sup>+</sup>

### **COMITATO ESECUTIVO**

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

### **COMITATO EDITORIALE**

ADRIANA ANDREI, ANGELA MARIA AROMOLO DE RINALDIS,  
SEBASTIANO BELFI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, BENEDETTA  
BONFANTI, ALESSANDRA CAMEDDA, ANDREA CARRISI, GABRIELLA  
CAZZETTA, EDOARDO CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANTONIO  
DAVOLA, ANGELA GALATO, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO  
GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA LUCANTONI, EUGENIA  
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, EMANUELA  
MIGLIACCIO, GIANPAOLO PANETTA, FRANCESCO PETROSINO,  
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,  
ELEONORA RAJNERI, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA,  
DAVIDE TOCCOLI, VERONICA ZERBA (SEGRETARIO DI REDAZIONE)

### **COORDINAMENTO EDITORIALE**

UGO MALVAGNA

## **NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE**

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

**SEDE DELLA REDAZIONE**

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,  
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836



## **Il voto della società di cartolarizzazione nel concordato fallimentare: *in claris non fit interpretatio* (?)**

Nota a Cass., 8 febbraio 2025, n. 3220

**SOMMARIO:** 1. Introduzione: la vicenda processuale e la soluzione adottata dalla giurisprudenza di legittimità. – 2. Il voto nel concordato successivo: gli artt. 127 l. fall. e 243 CCII. 2.1 I soggetti legittimati al voto e le relative esclusioni – 2.2 La deroga in favore di banche e “altri intermediari finanziari” cessionari – 3. Una nozione plurima di intermediario finanziario – 4. La natura della SPV e dell’attività da essa esercitata. – 5. L’evoluzione del ruolo della SPV (anche nell’ambito delle procedure concorsuali) – 6. Il *servicer* dimenticato – 7. I possibili corollari dell’interpretazione offerta dalla Corte – 8. Conclusioni.

### *1. Introduzione: la vicenda processuale e la soluzione adottata dalla giurisprudenza di legittimità*

Ai fini di una migliore comprensione della pronuncia qui in commento<sup>1</sup> e delle relative questioni giuridiche sottese, preliminarmente pare opportuno ricostruire, per quanto rilevante ai fini del presente contributo, la vicenda giudiziale dalla quale essa trae origine.

In particolare, nel contesto di una procedura fallimentare, il comune di San Giuliano Milanese presentava una proposta di concordato successivo<sup>2</sup>, la quale prevedeva, tra le altre cose, il soddisfacimento parziale dei crediti chirografari; tra questi ultimi figuravano anche taluni crediti originariamente vantati da istituti bancari e, successivamente alla sentenza dichiarativa di fallimento, ceduti in blocco, ai sensi degli artt. 1 e 4 della l. 30 aprile 1999, n. 130 (d’ora in poi, la Legge sulla Cartolarizzazione), a due società di cartolarizzazione. Nonostante queste ultime, tramite il proprio *servicer*

---

<sup>1</sup> Cass., 8 febbraio 2025, n. 3220, in *Fall.*, 2025, 1307 ss. con nota di PEZZANO e PIZZI e in *Giur. it.*, 2025, 2331 ss. con nota di SABINO.

<sup>2</sup> M. RANIELI, *Prove di contendibilità nel concordato preventivo e fallimentare*, Milano, 2017, 32 ss. sottolinea come la riforma del diritto fallimentare del 2006, incentivando le iniziative di terzi estranei, abbia sostanzialmente aspirato a incrementare la contendibilità della massa attiva fallimentare.

e mandatario, avessero manifestato il proprio dissenso rispetto alla suddetta proposta concordataria<sup>3</sup>, con decreto del 29 marzo 2021, il giudice delegato approvava comunque la proposta concordataria non essendo pervenute «valide dichiarazioni di dissenso, non potendo ritenere tali i dissensi espressi dai cessionari o mandatari delle banche» ai sensi dell'art. 127, comma 7 l. fall. (oggi, art. 243, comma 7 d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14; d'ora in poi, CCII o Codice della Crisi). Tale disposizione normativa prevede infatti come «i trasferimenti di crediti avvenuti dopo la dichiarazione di fallimento non attribuisce[a]no diritto di voto, salvo che siano effettuati a favore di banche o altri intermediari finanziari».

In accoglimento del reclamo formulato da, *inter alia*, i veicoli di cartolarizzazione, la Corte d'Appello di Milano<sup>4</sup> annullava il decreto di omologa del concordato fallimentare<sup>5</sup>, rimettendo gli atti al Tribunale di Lodi, sulla base di un'interpretazione estensiva del citato art. 127 l. fall. diametralmente opposta rispetto a quella offerta dal giudice di prime cure. La lettura della Corte d'Appello di Milano della disposizione in esame, valorizzando la *ratio* della norma, includeva infatti a pieno titolo anche i veicoli di cartolarizzazione tra i cessionari dei crediti acquisiti dopo la dichiarazione di fallimento (oggi, la sentenza che dichiara l'apertura della procedura di liquidazione giudiziale) legittimati all'esercizio del diritto di voto nell'ambito del concordato fallimentare (oggi, il concordato nella liquidazione giudiziale). Essa riteneva infatti che, in forza dell'art. 12 disp. prel. cod.

---

<sup>3</sup> I veicoli di cartolarizzazione rappresentavano circa il 70% dei crediti chirografari inclusi nella terza classe. Unitamente ai voti contrari dell'unico creditore ipotecario appartenente alla prima classe e del principale creditore della seconda classe, non venivano così raggiunte le maggioranze richieste dall'art. 128, comma 1 l. fall. per l'approvazione della suddetta proposta concordataria.

<sup>4</sup> Corte Mil. App. (decreto), 28 ottobre 2021, in *Fall.*, 2022, 673 ss. con nota di DIMUNDO.

<sup>5</sup> Il decreto di omologa veniva pronunciato dal Tribunale di Lodi all'esito dell'opposizione ai sensi dell'art. 129 l. fall. presentata da parte dei veicoli di cartolarizzazione, nonché dell'unico creditore concorsuale ipotecario; essa veniva tuttavia rigettata dal Tribunale di Lodi che omologava la proposta concordataria del comune perché – per quanto qui di interesse – gli *special purpose vehicles* di cartolarizzazione non venivano ritenuti parificabili né alle banche, né agli “intermediari finanziari” in favore dei quali è prevista la deroga di cui all'ultimo comma dell'art. 127 l. fall.

civ., il significato da attribuire all'ultimo comma dell'art. 127 l. fall. andasse sì ricercato sulla base di un'interpretazione letterale, ma lo stesso dovesse essere vagliato alla luce di un criterio logico che tenesse sempre in debita considerazione l'intenzione del legislatore. Sul punto la Corte meneghina evidenziava altresì come il principio generale espresso dall'art. 127 l. fall. fosse l'attribuzione del diritto di voto ai creditori chirografari; rispetto a tale principio, pertanto, le relative limitazioni, tra cui anche l'esclusione dall'elettorato attivo dei cessionari che avevano acquistato i crediti dopo la dichiarazione di fallimento, presentavano portata derogatoria. Da ciò il collegio d'appello traeva la conclusione secondo la quale la mancata inclusione delle banche e degli intermediari finanziari in tale limitazione al diritto di voto costituisse un'eccezione alla deroga e non al principio generale, rendendo così «pienamente ammissibile un'interpretazione estensiva della stessa».

Con la pronuncia in commento e nell'accogliere i ricorsi presentati dal comune, quale ricorrente principale e dal Fallimento, in persona del suo curatore, quale ricorrente incidentale<sup>6</sup>, la Prima Sezione – dopo aver chiarito come il *thema decidendum* non concerna l'ammissibilità di un'interpretazione estensiva avente ad oggetto una norma eccezionale posto che si rivela più che sufficiente attribuire (la dovuta) pregnanza prioritaria al criterio letterale *ex art. 12 disp. prel. cod. civ.*<sup>7</sup> – evidenzia come «*chiaro, univoco, e privo di ambiguità* appa[ia] l'ultimo periodo del comma 7 dell'art. 127 l. fall.». Quest'ultimo infatti – prosegue la

---

<sup>6</sup> Il comune argomentava una violazione degli artt. 12 disp. prel. cod. civ. e 127 l. fall. per aver la Corte d'Appello di Milano acconsentito a un'interpretazione estensiva dei soggetti per i quali non opera il divieto di cui al comma 7 dell'art. 127 l. fall., includendo anche le (non espressamente menzionate) società di cartolarizzazione. In aggiunta a ciò, e con riferimento al medesimo profilo sostanziale, il Fallimento, quale ricorrente incidentale, lamentava invece un'inammissibile interpretazione analogica su una norma di carattere eccezionale priva di «alcuna ambiguità semantica».

<sup>7</sup> La Corte si riferisce erroneamente all'art. 12 delle disposizioni attuative del codice civile.

Si segnala che Trib. Mil. (decreto), 5 agosto 2022, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), pronunciato nel contesto di una fattispecie analoga a quella di cui si tratta, sindacava espressamente le motivazioni del citato decreto della Corte d'Appello di Milano 28 aprile 2021 e, diversamente dalla pronuncia in commento, esclude la legittimazione al voto in capo ai veicoli di cartolarizzazioni sulla base del disposto di cui all'art. 14 disp. prel. cod. civ., qualificando come eccezionale la previsione di cui all'ultima parte del comma 7 dell'art. 127 l. fall.

Corte – non può che riferirsi alla generale nozione tecnico-giuridica che «è ben chiara e scolpita» nell’art. 1, comma 2 lett. g) del d. lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (d’ora in poi, TUB). In particolare, la Cassazione sottolinea come (a) il legislatore abbia piena contezza della “ontologica” diversità tra intermediario finanziario e società per la cartolarizzazione dei crediti ai sensi della Legge sulla Cartolarizzazione e (b) la mancata inclusione dei veicoli di cartolarizzazione tra i cessionari legittimati al voto, pur avendone avuto l’occasione a fronte delle molteplici modifiche normative *medio tempore* intervenute (anche alla luce dell’art. 243 CCII), costituisca un «segnale inequivocabile» della volontà di mantenere separato il trattamento tra le due categorie. A ciò la Corte aggiunge che – anche qualora si volesse analizzare la *mens legis* dell’ultimo comma dell’art. 127 l. fall. – si perverrebbe alla conclusione per cui la deroga in favore di banche e intermediari *ex art. 106 TUB* si regga sul presupposto secondo cui unicamente tali enti, essendo sottoposti a penetranti vincoli di vigilanza e controllo pubblico, siano idonei ad offrire adeguate garanzie di affidabilità e correttezza atte a prevenire voti pilotati e manovre puramente speculative, garanzie queste che, secondo la Corte, mancano nell’ipotesi delle società di cartolarizzazione<sup>8</sup>.

## 2. Il voto nel concordato successivo: gli artt. 127 l. fall. e 243 CCII

### 2.1 I soggetti legittimati al voto e le relative esclusioni

La questione dirimente nella pronuncia in oggetto concerne l’interpretazione dell’art. 127, ultimo comma l. fall., quale norma applicabile *ratione temporis* alla fattispecie concreta, in tema di legittimazione al voto nel contesto del concordato fallimentare e, in particolare, la possibilità di includere tra gli “altri intermediari finanziari” legittimati al voto anche i veicoli di cartolarizzazione. Si precisa sin da ora come tale disposizione normativa sia stata trasfusa, senza alcuna modifica sostanziale, nell’art. 243 del Codice della Crisi e, pertanto, la medesima questione interpretativa sarebbe destinata a

---

<sup>8</sup> Sebbene la questione dirimente concernesse l’applicabilità o meno del principio della *consecutio* tra procedure (nel caso di specie, amministrazione straordinaria e fallimento), le conclusioni cui giunge la Corte nella pronuncia in commento sono state recentemente fatte proprie anche da Trib. Bari (decreto), 9 febbraio 2026, disponibile in [www.ristrutturazioniaziedali.ilcaso.it](http://www.ristrutturazioniaziedali.ilcaso.it).

riproporsi anche nell'ambito di un concordato endoliquidatorio, nell'ipotesi di voto espresso da una società di cartolarizzazione cessionaria di crediti dopo la sentenza che ha dichiarato l'apertura della liquidazione giudiziale.

Come noto, il concordato successivo rientra nella più ampia categoria dei c.d. concordati concorsuali<sup>9</sup> e, nel suo essere intriso di elementi (anche) negoziali<sup>10</sup>, si mostra finalizzato a regolare,

---

<sup>9</sup> Per un tentativo di categorizzazione, si vedano, tra gli altri, P. SANDULLI, *Concordato fallimentare. Chiusura del fallimento e suoi effetti*, in *Trattato delle procedure concorsuali*, III, L. GHIA, C. PICCININNI e F. SEVERINI (a cura di), Torino, 2011, XV ss., A. BASSI, *Il concordato fallimentare*, in *Trattato di diritto fallimentare*, V. BUONOCORE e A. BASSI (a cura di), Padova, 2011, 573 ss., G. REALI, *Il concordato fallimentare*, in *Diritto delle procedure concorsuali*, G. TRISORIO LIUZZI (a cura di), Milano, 2013, 350, F.S. FILOCAMO, *La proposta di concordato fallimentare*, in *Fallimento e concordato fallimentare*, A. JORIO (a cura di), Milano, 2016, 2433, G. BUCCARELLA, *Il concordato fallimentare, coattivo e straordinario*, Milano, 2016, 16 ss., F. DI MARZIO, *Le soluzioni concordate della crisi d'impresa*, in *Le nuove procedure concorsuali*, S. AMBROSINI (a cura di), Bologna, 2008, 471 ss., ID., *Il diritto negoziale della crisi d'impresa*, Milano, 2011, 68 ss. e ID., *Diritto dell'insolvenza*, Milano, 2023, 613 ss., e S. PACCHI, *La liquidazione giudiziale*, in *Diritto della crisi e dell'insolvenza*, S. PACCHI e S. AMBROSINI (a cura di), Bologna, 2025, 347 ss.

<sup>10</sup> Come noto, sia in dottrina che in giurisprudenza, si sono a lungo contrapposte due opposte tesi relativamente alla natura giuridica del concordato fallimentare: (i) una prima tesi c.d. contrattualistica, che dipinge il concordato quale contratto con effetti costitutivi sottoposti alla *condicio iuris* del provvedimento giurisdizionale di omologazione che non è volto «ad integrare la volontà dei creditori con una autonoma valutazione sul merito della proposta, ma solo a verificare la regolarità del procedimento e quindi ad attribuire alla volontà della maggioranza dei creditori concorrenti manifestatasi nelle forme previste valore rappresentativo della volontà di tutti i creditori concorsuali [...]» (Cass., 10 febbraio 2011, n. 3274, in *Fall.*, 2011, 403 ss. con nota di NISIVOCIA, in *Foro it.*, 2011, I, 2095 con nota di PERRINO e in *Giust. civ.*, 2012, I, 516 con nota di PENTA); e (ii) una tesi pubblicistica o processualistica che invece valorizza il provvedimento giudiziale di omologazione quale fonte esclusiva degli effetti concordatari posto che l'accordo tra le parti ne costituisce unicamente un presupposto i cui effetti sono in esso trasfusi e assorbiti.

Sul punto, si condivide quanto rappresentato da F. DI MARZIO, *Il diritto negoziale della crisi d'impresa*, cit., 71, il quale solleva rilievi critici in merito all'inclusione di fallimento e concordati (sia preventivi che fallimentari) nello stesso insieme delle procedure concorsuali, evidenziando – per quanto qui di interesse – che «se le diverse finalità di fallimento e concordati possono nei casi concreti parzialmente sovrapporsi o perfino identificarsi in una complessiva finalità unitaria, sostanziata dalla 'liquidazione', resta fermo che mentre la *dimensione liquidatoria* e la finalità soddisfattiva integrano l'essenza del fallimento, invece l'essenza delle soluzioni

raccogliendo il consenso del ceto creditorio, le modalità di componimento del dissesto economico del fallito; inoltre, come evidenziato dalla stessa Cassazione in altra pronuncia, pur non vedendo quale suo scopo immediato il recupero dell'impresa, ben può perseguire finalità conservative in quanto «nel favorire la riallocazione dei fattori produttivi, consent[e] al tempo stesso di salvaguardare l'unità dell'azienda, trasferendola nelle mani di chi sia in grado di gestirla utilmente»<sup>11</sup>. In tal senso, esso può rappresentare uno strumento di valida attrazione per gli investitori posto che auspicabilmente mira a far coesistere gli interessi dei creditori e gli interessi pubblicistici economici e sociali propri della procedura nella quale affonda le proprie radici, ricercando un punto di equilibrio che possa auspicabilmente andare anche oltre la mera disgregazione dell'apparato produttivo<sup>12</sup>.

Nell'ambito di tale procedura concordataria, *a fortiori* qualora se ne voglia sottolineare l'impronta contrattuale e il valore negoziale della proposta di *pactum concordiae*, assume un ruolo decisivo il voto dei creditori. Infatti, mentre nell'impianto originario della Legge Fallimentare sulla volontà dei creditori incombeva in modo

---

concordatarie si coglie nella *scelta di autonomia negoziale* che le stabilisce» e che il fine perseguito dai concordati viene raggiunto attraverso un «mezzo qualificante di matrice negoziale».

<sup>11</sup> Cass., 10 febbraio 2011, n. 3274, cit. Relegano invece il concordato successivo, anche dopo l'entrata in vigore del Codice della Crisi, a una mera forma di estinzione della procedura di liquidazione giudiziale replicante lo scopo principale di quest'ultima (*i.e.* la liquidazione del patrimonio a soddisfacimento delle pretese creditorie), S. SANZO e M.A. DI GIOIA, *Il concordato nella liquidazione giudiziale*, in *Il nuovo codice della crisi dopo il Correttivo ter*, S. SANZO e D. BURRONI (a cura di), Bologna, 2024, 723 e G. BUCCARELLA, *Il concordato nel corso della liquidazione giudiziale*, in *Crisi e insolvenza dopo il Correttivo-ter*, M. IRRERA e S.A. CERRATO (diretto da), Bologna, 2024, 2572.

<sup>12</sup> Indicativa sul punto è la sentenza Cass., Sez. Un., 18 maggio 2009, n. 11396, in *Corr. giur.*, 2009, 1006 ss. con nota di LO CASCIO, in *Fall.*, 2009, 1392 ss. con nota di PATTI e in *Giur. comm.*, 2010, II, 475 ss. con nota di SPIOTTA che, con riferimento al concordato preventivo, ma con argomentazioni estensibili anche al concordato fallimentare, ha ribadito la necessità di un «approccio maggiormente eclettico» all'istituto che tenga conto di come i concordati siano «saldamente radicat[i] nel diritto dei privati, derivando da un atto di innegabile natura negoziale, ma [possano] anche risultare idone[i] a riflettersi su una gamma più vasta e diffusa di interessi per ciò stesso colorandosi di quelle connotazioni almeno vagamente pubblicistiche, che danno ragione della [loro] collocazione in un ambito procedimentale giudiziariamente controllato».

soverchiante un pervasivo controllo giudiziale, con la conseguenza che il raggiungimento della maggioranza non assicurava affatto l'omologazione a fronte di un possibile rifiuto del tribunale, le riforme del 2005-2007 hanno relegato un controllo giudiziale pervasivo unicamente alle ipotesi patologiche e auspicabilmente marginali delle opposizioni, affidando così il perseguimento della «pace sociale»<sup>13</sup> direttamente ai creditori con l'espressione del loro voto.

In tale contesto, diviene dunque fondamentale l'individuazione dei soggetti legittimati a esprimerlo a cui è dedicato l'art. 127 l. fall. Al riguardo e per quanto qui di interesse, la norma in esame si apre, al proprio primo comma, disponendo in via generale che, qualora la proposta concordataria sia presentata prima che lo stato passivo venga reso esecutivo, abbiano diritto al voto tutti i creditori che risultano dall'elenco provvisorio predisposto dal curatore e approvato dal giudice delegato; nelle altre ipotesi, invece, hanno diritto di voto tutti i creditori indicati nello stato passivo reso esecutivo ai sensi dell'articolo 97 l. fall. Tale legittimazione si fonda sul presupposto secondo cui tutti coloro che non sono destinati a vedere integralmente soddisfatte le proprie pretese debbono poter incidere sulla formazione della volontà del ceto creditorio, posto che, a valle dell'omologa, il concordato diviene obbligatorio per tutti i creditori anteriori all'apertura del fallimento<sup>14</sup>. Il

---

<sup>13</sup> Così si esprime M. FABIANI, *Dalla votazione al voto nel concordato fallimentare*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 572 secondo cui «dal momento che i creditori, suddivisi o no che siano in più classi, si esprimono prima col voto e solo dopo, con l'opposizione, è evidente qual è, oggi, l'importanza del voto di ciascun creditore».

<sup>14</sup> Rimane in ogni caso controverso che cosa si intenda per “falcidia concordataria” e, in particolare, se la stessa sia da intendersi sotto un profilo meramente quantitativo oppure rilevi anche sotto il profilo qualitativo (*i.e.* pagamento integrale, ma con mezzi diversi dal denaro) o, ancora, se il credito possa dirsi falcidiato (nell'ipotesi di creditori privilegiati) qualora lo stesso sia soddisfatto con dilazione. Su quest'ultimo profilo, con specifico riguardo al concordato fallimentare, ha espressamente preso posizione la Cassazione (Cass., 31 ottobre 2016, n. 22045, in *Fall.*, 2017, 19 con nota di SPIOTTA) secondo la quale, pur a fronte della corresponsione di interessi, «[...] il pagamento con tempistica superiore a quella imposta dai tempi tecnici della procedura è da considerare equivalente a una soddisfazione non integrale in ragione della perdita economica conseguente al ritardo, rispetto ai tempi normali, con il quale i creditori conseguono la disponibilità delle somme loro spettanti». Con riferimento al quesito circa l'ammissione al voto dei creditori chirografari nell'ipotesi di integrale soddisfacimento della pretesa creditoria, per la tesi positiva si veda G. MINUTOLI, sub *Art. 127*, in *La legge fallimentare*, M. FERRO (a cura di), Padova, 2014, 1777, mentre

diritto di voto, dunque, non è altro che un contrappeso al sacrificio economico rappresentato dal mancato soddisfacimento integrale della pretesa creditoria e all'alea connessa all'adempimento del piano concordatario.

Tale principio generale viene derogato nei commi 5, 6 e 7, ove viene prevista una serie di esclusioni *ad hoc* finalizzate ad evitare che soggetti, in probabile conflitto di interesse<sup>15</sup>, influiscano sulla sorte della proposta concordataria attraverso votazioni suggerite da considerazioni «diverse da un esame spontaneo ed obiettivo di legittimità e convenienza»<sup>16</sup>. Non solo, con previsione di carattere generale introdotta dal CCII ed espressione della buona fede e correttezza, quali principi immanenti espressi (anche) dal diritto della crisi<sup>17</sup>, si escludono dal voto e dal computo delle maggioranze anche “i creditori in conflitto di interessi”. Viene così recepito l'orientamento giurisprudenziale di legittimità a Sezioni Unite<sup>18</sup> che, pur in mancanza

---

per la – più condivisibile – tesi negativa, si veda L. STANGHELLINI, sub *Art. 124*, in *Il nuovo diritto fallimentare*, A. JORIO (diretto da), Bologna, 2007, 1924.

<sup>15</sup> Salvo che siano inseriti in apposita classe, nel qual caso, potendosi ritenere sterilizzato il conflitto di interessi tramite i meccanismi di votazione tipici del concordato, vedono riespandersi il proprio diritto di voto. Sul punto, anche al fine di un raffronto circa la gestione del conflitto di interessi nel diritto societario e nel diritto della crisi, si veda A. ABU AWWAD, *Il conflitto di interessi dei creditori fra classamento e sterilizzazione del diritto di voto nel concordato preventivo*, in *Società e soci nel codice della crisi d'impresa*, F. LAMANNA (a cura di), Milano, 2025, 355 ss.

<sup>16</sup> P. RONCOLETTA, sub *Art. 127*, in *Codice del fallimento*, P. PAJARDI (fondato da) e M. BOCCHIOLA e A. PALUCHOWSKI (a cura di), Milano, 2013, 1457. Si veda anche G. IVONE, *La disciplina del voto nel concordato. L'approvazione del concordato fallimentare*, in *op. cit.*, L. GHIA, C. PICCININNI e F. SEVERINI (a cura di), 111 ss.

<sup>17</sup> Si veda, di recente, G. D'ATTORRE, *I doveri delle parti nel diritto della crisi*, in *Dir. fall.*, 2025, 822 ss.

In considerazione del fatto che il principio di buona fede e correttezza rappresenta «principio immanente nell'ordinamento» (Cass., 23 giugno 2011, n. 13818, in *Giur. it.*, 2012, 81 con nota di TEDOLDI), la questione del concordato in abuso di diritto si è posta anche nell'ipotesi di proposte di concordato fallimentare di comodo (a titolo esemplificativo, si veda Trib. Napoli, 22 ottobre 2008, in *Fall.*, 2009, 458 con nota di COSTANZA).

<sup>18</sup> Cass., Sez. Un., 28 giugno 2018, n. 17186, in *Fall.*, 2018, 960 con nota di D'ATTORRE, in *Giur. it.*, 2018, 2411 con nota di SPIOTTA, in *Dir. fall.*, 2019, 528 con nota di PELLEGGATTA e in *Giur. comm.*, 2019, II, 307 con nota di D'ATTORRE.

di un'espressa previsione normativa, aveva ritenuto ben giustificata (*rectius*, imposta), anche nei concordati, una disciplina del conflitto di interessi generale<sup>19</sup> al fine di cercare di prevenire, o comunque minimizzare, il rischio di mercimonio di voti, di formazione di maggioranze precostituite e di manovre speculative.

In particolare, per quanto qui di interesse, all'ultimo comma – che, come anticipato, è rimasto sostanzialmente immutato nel Codice della Crisi – il legislatore esclude dal novero dei soggetti ammessi al voto anche coloro che si sono resi cessionari di crediti dopo la dichiarazione di fallimento in ragione del sospetto della loro non imparzialità. La legge, dunque, ritiene presuntivamente esistente un conflitto di interessi in capo ai creditori cessionari, i quali potrebbero infatti aver voluto acquistare posizioni creditorie per interessi contingenti rispetto a quelli del debitore, collidenti con quelli della massa concorsuale, e dunque, necessariamente recessivi.

## 2.2 *La deroga in favore di banche e "altri intermediari finanziari" cessionari*

Tale ultimo divieto vede una rilevante eccezione – introdotta dalla riforma del diritto fallimentare del 2006 – in relazione alle cessioni in

---

Conferma tale orientamento anche Cass., 8 febbraio 2021, n. 2948, in *Fall.*, 2022, 85 con nota di COLNAGHI.

<sup>19</sup> Sull'individuazione dei conflitti di interessi nei concordati durante la vigenza della Legge Fallimentare, si vedano, *ex multis*, R. SACCHI, *Il conflitto di interessi dei creditori nel concordato*, in *Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, 3, M. CAMPOBASSO, V. CARIELLO, V. DI CATALDO, F. GUERRERA e A. SCIARRONE ALIBRANDI (diretto da), Torino, 2014, 3136 e G. D'ATTORRE, *Il voto nei concordati ed il conflitto d'interessi fra creditori*, in *Fall.*, 2012, 757 e G. NUZZO, *L'abuso del diritto di voto nel concordato preventivo. Interessi protetti e regola di correttezza*, Roma, 2018, 11 ss.

Con riferimento al Codice della Crisi, si veda R. BROGI, *Il conflitto di interessi nel Codice della crisi*, in *Fall.*, 2023, 599 e ss. Si evidenzia, in ogni caso, la difficoltà di individuare univocamente quale sia l'interesse riconducibile alla massa dei creditori quasi a voler pretendere, forse troppo ambiziosamente, la sussistenza del medesimo interesse e delle medesime esigenze in capo a tutti (o la maggioranza de?) i creditori. In relazione al tentativo di individuare quali siano le situazioni di conflitto di interessi (anche mediante un collegamento con il disposto di cui all'art. 339 CCII e alla fattispecie del delitto di mercato di voto ivi tipizzata) e quali siano le posizioni e gli interessi rispetto ai quali verificare la sussistenza di un conflitto, si veda A. JORIO e M. SPIOTTA, *I concordati dopo il Correttivo*, Bologna, 2025, 1255.

favore di “banche o altri intermediari finanziari”<sup>20</sup>. La motivazione sottostante a una simile deroga pare potersi segnatamente ricondurre alla «particolare considerazione legislativa di cui godono le istituzioni finanziarie per il ruolo incisivo che possono svolgere nelle soluzioni concordate dell’insolvenza»<sup>21</sup> e all’intenzione del legislatore di stimolare il mondo finanziario a una sua partecipazione a soluzioni negoziali della crisi d’impresa e non ostacolare così il mercato dei crediti qualificati come sofferenze. Il *favor* legislativo verso banche e intermediari finanziari nella partecipazione alle procedure concorsuali si giustifica dunque in chiave funzionale: essi sono operatori specializzati nella gestione e circolazione dei crediti deteriorati, risultando dotati di quelle competenze, strutture e capacità che ne consentono una proficua (per il sistema economico) gestione e una efficiente riallocazione del relativo rischio. In questa prospettiva, il legislatore è indotto a facilitarne l’operatività poiché il corretto funzionamento del mercato dei *non performing loans* richiede la presenza di soggetti professionali in grado di assorbire, valutare e gestire tali posizioni, con ricadute positive sull’efficienza delle procedure, sulla liquidità delle masse e, in ultima analisi, sul mercato stesso. Si precisa sin da ora, tuttavia, come tale *favor* non paia poter essere interpretato, mancandone i fondamenti normativi, come un’ingenua assunzione da parte del legislatore, tutta da dimostrare, di una costante e univoca direzionalità delle banche e degli altri intermediari finanziari di cui all’Albo Unico – anche nel contesto dell’espressione del proprio voto nel concordato – verso il perseguimento di interessi pubblicistici (v. anche *infra*). Del resto,

---

<sup>20</sup> Si discute comunque se la deroga in favore di banche e intermediari finanziari debba essere limitata esclusivamente ai trasferimenti di crediti da parte di soggetti legittimati al voto oppure se invece la qualifica soggettiva del cessionario sia in grado di purgare il difetto di titolarità del voto in capo al cedente (in questa direzione, G. DI CECCO, sub *Art. 127*, in *La legge fallimentare dopo la riforma*, A. NIGRO, M. SANDULLI e V. SANTORO (a cura di), Torino, 2010, 1751).

<sup>21</sup> M. DI LAURO, *Il nuovo concordato fallimentare*, Padova, 2011, 141.

Relativamente alle progressive modifiche apportate dal legislatore al concordato fallimentare, con riferimento alla formulazione dell’ultimo comma dell’art. 127, in dottrina si evidenzia come «questa norma esprim[a] forse meglio di qualunque altra il grande peso che ha esercitato il sistema bancario nella riforma del diritto fallimentare» (S. PACCHI, *Il concordato fallimentare. La disciplina nel nuovo diritto concorsuale: da mezzo di cessazione del fallimento a strumento d’investimento*, Milano, 2008, 123).

questa forma di incentivo legislativo alla partecipazione di tali soggetti in soluzioni concordate della crisi non assume, quale proprio presupposto, che nel loro comportamento vi sia o vi debba necessariamente essere un interesse pubblicistico, il quale resterebbe, in ogni caso, inesorabilmente mediato da un (prioritario) scopo lucrativo.

In aggiunta a quanto sopra – ancorché le variabili soggettive che dovrebbero connotare “banche e intermediari finanziari” paiono meno dirimenti, rispetto alla motivazione che precede, nel giustificare la deroga di cui all’ultimo comma dell’art. 127 l. fall. – l’introduzione di detta eccezione risulterebbe altresì motivata dal fatto che per essi non dovrebbe operare, quantomeno in astratto (v. *infra*), la presunzione di conflitto di interessi<sup>22</sup>, poiché la loro qualifica di operatori professionali specializzati nel mercato dei crediti e, nel caso di specie, delle sofferenze, nonché lo scopo dell’attività di gestione di crediti da essi svolta dovrebbero indurre a ritenere *ex ante* remoto il rischio di incetta di voti. Nell’ottica del legislatore, infatti, gli stessi sono dotati di una professionalità tale da renderli estranei a forme di accaparramento di voto e quindi in grado di preservare la genuinità dello stesso. Del resto, sarebbe risultato eccessivamente e ingiustamente penalizzante

---

<sup>22</sup> Pur condividendo le asserzioni motivate del Sostituto Procuratore Generale e gli esiti cui quest’ultimo giunge, non pare corretta la qualificazione giuridica della *ratio* a fondamento della deroga in oggetto operata nelle conclusioni motivate del P.M. secondo cui la stessa si poggerebbe sulla «presunzione assoluta di mancanza di conflitto di interessi». Infatti, alla luce delle evoluzioni giurisprudenziali (v. *infra*) e le modifiche apportate dal CCII, sembra piuttosto che debba essere qualificata come presunzione relativa.

Tale presunzione di conflitto di interessi è stata, forse impropriamente, qualificata quale “presunzione assoluta di simulazione” da A. PETTERUTI, sub *Art. 243*, in *Commentario al codice della crisi di impresa e dell’insolvenza*, A. CAIAFA (a cura di), Napoli, 2024, 1698. Il richiamo alla simulazione in un simile contesto non pare del tutto conferente in quanto quest’ultima – nella tradizionale ricostruzione dottrinale – costituisce una doppia manifestazione di intenti negoziali che perfeziona una divergenza bilaterale e consapevole tra volontà e dichiarazione (F. ANELLI, *Simulazione e interposizioni*, in *Trattato del contratto – Effetti*, V. ROPPO (diretto da) e M. COSTANZA (a cura di), Milano, 2023, 595). Non si vede come le *rationes* delle esclusioni dal voto di cui all’art. 127 l. fall. possano riferirsi a ipotesi di “voti simulati” in cui il creditore esprimerebbe parere favorevole (o, a seconda del caso, contrario) quando in realtà la volontà “sommersa” sarebbe invece stata rappresentata dal voto negativo alla proposta concordataria.

escludere dalla possibilità di esprimere il proprio voto le imprese che svolgono professionalmente, *inter alia*, l'attività di gestione di crediti<sup>23</sup>.

Al riguardo, giova comunque ricordare come tale deroga non abbia incontrato il favore unanime nella dottrina, parte della quale ha evidenziato come tale eccezione ponga comunque delicati problemi in punto di conflitti di interessi con la conseguente necessità che, anche nell'ipotesi di cessione di crediti a banche e intermediari finanziari, gli organi della procedura prestino particolare attenzione all'interesse della collettività dei creditori<sup>24</sup>, nonché renda possibili operazioni speculative da parte di tali soggetti, essendo questi ultimi «vocati quasi naturalmente a ciò»<sup>25</sup>. Tuttavia, sotto quest'ultimo profilo, si osserva, da un lato, come sia alquanto *naïve* immaginare che l'intervento di banche e intermediari finanziari in concordati endoliquidatori avvenga per finalità *lato sensu* “sociali” e dall'altro come, oltre a trattarsi di una (non condivisibile) valutazione etica che mescola correttezza e probità, tale asserzione finisce per sovrapporre – aprioristicamente e impropriamente – lucro o altro vantaggio economico, da un lato, e speculazione, dall'altro.

La *suesposta ratio* della deroga in favore di banche e intermediari finanziari è fatta propria anche dalla pronuncia in commento che infatti – al fine di suffragare la necessità di attenersi a un'interpretazione restrittiva strettamente aderente al tenore letterale dell'art. 127 l. fall. e negare la possibilità di scandagliarne possibili diverse letture – sottolinea come l'ultimo comma della disposizione in esame renda

---

<sup>23</sup> S. SANZO, *Il voto nel concordato fallimentare*, in *Il concordato fallimentare*, P.G. DEMARCHI (a cura di), Torino, 2008, 165.

<sup>24</sup> Ricordano tale necessità L. GUGLIELMUCCI, sub *Art. 127 e Art. 128*, in *Codice commentato del fallimento*, G. LO CASCIO (diretto da), Milano, 2013, 1651 e D. CAPEZZERA, sub *Art. 243*, in *Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza*, F. DI MARZIO (diretto da), Milano, 2022, 1219. Sul punto si veda anche E. FRASCAROLI SANTI, *Il concordato fallimentare*, in *Le riforme della legge fallimentare*, A. DIDONE (a cura di), Torino, 2009, 1351 ss.

<sup>25</sup> L'espressione è di A. PEZZANO e M. RATTI, sub *Art. 243*, in *Onelegale*. Con riferimento alla fattispecie della proposta del cessionario dei crediti concorrente rispetto alle proposte presentate da altri soggetti legittimati, assunta quale prototipo di “manovra speculativa” da parte di tali A., non può che rilevarsi come le preoccupazioni di “manovre speculative” possano ritenersi già sopite dalla più generale fattispecie (prima rimessa al formante giurisprudenziale, oggi tipizzata dal legislatore del Codice della Crisi) del conflitto di interessi.

evidente la volontà del legislatore di rendere protagonista «il sistema bancario e finanziario controllato» (*rectius* vigilato) «nella gestione negoziale dell'insolvenza sul presupposto che tali operatori economici, essendo [...] sottoposti a penetranti vincoli di vigilanza e controllo pubblico, offrono adeguate garanzie di affidabilità e correttezza idonee a sterilizzare o quanto meno contenere il rischio di manovre speculative e fraudolente sui voti». Resta tuttavia completamente nella penna della Cassazione l'esplicitazione del nesso causale tra le caratteristiche soggettive di affidabilità e correttezza a fondamento dell'eccezione di cui all'ultimo comma dell'art. 127 l. fall. e le condizioni per l'iscrizione all'Albo Unico ai sensi dell'art. 107 TUB che risultano invece tradizionalmente finalizzate ad assicurare la stabilità dei mercati e la trasparenza dei servizi finanziari resi; in altri termini, rimane omessa l'indicazione delle ragioni per le quali unicamente (e solo) quei requisiti – dei quali la Cassazione si limita ad effettuare una carrellata – riescano (o, auspicabilmente, dovrebbero riuscire) a garantire le variabili soggettive che hanno indotto il legislatore a consentire alle banche e “gli altri intermediari finanziari” cessionari di crediti dopo la sentenza di fallimento di esprimere il proprio voto nel concordato successivo<sup>26</sup>. In particolare, non pare sia dirimente al fine di suffragare la *ratio* della deroga di cui si discorre, così come ricostruita dalla Cassazione, il richiamo del requisito patrimoniale di cui alla lettera b) del primo comma dell'art. 107 TUB se raffrontato con il caso in esame della SPV e la loro tipica *thin capitalization*. Quest'ultima infatti – lungi dall'essere sintomatica di una autonomia decisionale deficitaria oppure dall'essere un agevole escamotage volto ad opacizzare il mercato – non è altro che un naturale corollario dell'*asset segregation*, quale effetto che consegue *ex lege* alla pubblicazione in Gazzetta Ufficiale dell'intervenuta cessione, e della sussistenza di un rischio remoto di insolvenza anche in ragione delle tipiche clausole di *limited recourse* e

---

<sup>26</sup> Certamente il richiamo operato dalla Corte ai requisiti di cui all'art. 107, comma 1 lettere d) ed e) TUB, nonché agli artt. 108 e 110 TUB evidenziano l'intenzione del legislatore di “garantire e rafforzare la stabilità dei mercati” e di assicurare la “trasparenza dei servizi bancari e finanziari”. Non pare, tuttavia, che tali scopi siano sovrapposti o quantomeno necessariamente contigui alla *ratio* di cui all'art. 127, ultimo comma l. fall.

*non petition* che connotano la contrattualistica dell'operazione di cartolarizzazione<sup>27</sup>.

Sembra invece mancare, nella pronuncia in commento, il tentativo di scandagliare più approfonditamente la *ratio* della disposizione in esame e il relativo *favor* per banche e intermediari finanziari *ex art. 106 TUB* che avrebbe forse potuto meglio suffragare l'interpretazione restrittiva, ancorché non condivisibile, di "altri intermediari finanziari" escludente i veicoli di cartolarizzazione offerta dalla Corte. Infatti, pare opportuno rilevare come, secondo il prisma della dottrina della teoria economica, sia da tempo stata evidenziata la sovente presenza in capo alle banche di un incentivo economico all'instaurazione di una relazione di lungo periodo con l'impresa finanziata dimodoché, per quanto qui di interesse, la loro stessa partecipazione alle procedure concorsuali (nel caso di specie, il concordato successivo) non risulti giustificata (soltanto) dalla volontà di agevolare il superamento della singola crisi in sé e per sé considerata, recuperando così tutto o parte del proprio credito, bensì anche (o forse soprattutto) dall'interesse a che la relazione tra soggetto finanziato e soggetto finanziatore possa auspicabilmente trascendere la singola operazione concorsuale, proiettandosi sul lungo termine. Nel modello che è stato infatti definito "*relationship-based financing*" e che si rivela «*more typical of, but not unique to, banks*»<sup>28</sup>, a queste ultime vengono così assicurati "un ritorno

---

<sup>27</sup> G. RUMI, *Securitisation in Italia. La legge n. 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 440 e R. QUADRI, *La destinazione patrimoniale in materia di cartolarizzazione: le nuove disposizioni introdotte dal D.L. 30 dicembre 2019, n. 162 (convertito con L. 28 febbraio 2020, n. 8)*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 325. Con riferimento alla mancanza di capitalizzazione minima nel modello anglosassone di SPV, si veda C. RUCELLAI, *I problemi legati allo sviluppo della Securitization in Italia*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 120.

Anche altri Autori (C. MARASCO e D. ROSSANO, *Le società per la cartolarizzazione*, in *Trattato delle Società*, IV, V. DONATIVI (a cura di), Torino, 2022, 1047) evidenziano come la SPV, non essendo esposta ad un autentico rischio di impresa, non sia tenuta a realizzare una capitalizzazione adeguata «all'esercizio dell'attività di credito, come invece previsto dall'art. 106, comma 3 lett. c) per gli altri intermediari finanziari» (enfasi aggiunta), dando per assunto la riconducibilità della SPV alla medesima macrocategoria.

<sup>28</sup> Si veda R. RAJAN e L. ZINGALES, *Banks and Markets: The Changing Character of European Finance*, marzo 2003 disponibile al seguente indirizzo <https://ssrn.com/abstract=391131>. Tale modello viene invece contrapposto dagli A.,

del soggetto finanziato” e una qualche «*form of power of the firm being financed*», la quale sarà poi destinata, con forte probabilità, a tornare a rivolgersi alla banca al fine di implementare nuove operazioni di finanziamento. Il medesimo modello, invece, non pare ricorrere nell’ipotesi dei veicoli di cartolarizzazione che – salve le ipotesi di c.d. *swap-to-equity* di cui all’art. 7.1 della Legge sulla Cartolarizzazione (su cui *infra*) – sembrano piuttosto orientati ad una forma di *short-termism* perseguendo un mero obiettivo di recupero del credito cartolarizzato e senza che su di essi – forse diversamente dalla situazione in cui versano le banche – possa dirsi sussistente alcuna forma di obbligazione fiduciaria nei confronti della clientela<sup>29</sup>.

### 3. Una nozione plurima di intermediario finanziario

È indubbio che, riprendendo le parole della Corte, il legislatore sia ben conscio della “diversità” tra intermediario finanziario iscritto all’Albo Unico *ex art.* 106 TUB e società di cartolarizzazione<sup>30</sup>; meno persuasivo appare, invece, predicarne il suo carattere “ontologico”. È ben vero che è proprio su tale (asserita) diversità di natura che la Corte fonda la propria interpretazione restrittiva; nondimeno, posto che, come si dirà (v. *infra*), le definizioni legislative si rivelano puramente nominali e non reali, prive di qualsivoglia implicazione ontologica, la distanza tra le due categorie pare doversi apprezzare in termini funzionali e graduati, piuttosto che quale radicale alterità di essenza. Pertanto, al fine di escludere radicalmente soggetti “altri” rispetto agli

---

che ne descrivono le linee evolutive e gli impatti che sortisce sul prestatore, al c.d. “*arm’s-length financing*”.

<sup>29</sup> Al riguardo, con motivazioni estensibili anche al rapporto banca-cliente e alla relativa relazione fiduciaria, si veda G. VISENTINI, *La disciplina del conflitto d’interessi nel mercato mobiliare*, in *Nuova giur. comm.*, 2002, 456 ss.

<sup>30</sup> Si vedano, a titolo esemplificativo, l’art. 1 della Legge sulla Cartolarizzazione relativamente alla possibilità per la SPV di concedere finanziamenti a soggetti individuati da banche o intermediari “propriamente detti” e l’art. 2 che richiede, obbligatoriamente, la nomina di un soggetto cui affidare l’attività di riscossione dei crediti tra le banche e gli intermediari finanziari iscritti ai sensi dell’art. 106 TUB. Non è invece chiaro il richiamo, nella pronuncia in commento, dell’art. 7 della Legge sulla Cartolarizzazione posto che da esso non si desume alcun confronto comparativo tra le due categorie di entità. Presumibilmente il riferimento va inteso all’art. 7.1 della Legge sulla Cartolarizzazione.

intermediari finanziari propriamente detti dal novero dei creditori ammessi al voto, si rende necessario appurare se l'interpretazione accolta dalla Cassazione sia effettivamente il solo e unico senso «fatto palese dal significato proprio dalle parole secondo la connessione di esse» (art. 12 disp. prel. cod. civ.).

Al riguardo, si rileva come il legislatore non abbia dettato definizioni asseritamente universali di attività e intermediario “finanziari”<sup>31</sup> – nozioni, che, invece, risultano difficilmente perimetrabili con esattezza *ex ante* senza riferirsi alle diverse finalità dei *corpora* normativi in cui le stesse sono impiegate – e come, per converso, abbia adottato una pluralità di qualificazioni giuridiche, accogliendo in più occasioni concetti più ampi dei soli soggetti iscritti all'Albo Unico<sup>32</sup>. Del resto,

---

<sup>31</sup> Di diverso avviso M. CERA, *Gli intermediari finanziari nel testo unico in materia bancaria*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 214 secondo cui, a valle della promulgazione del TUB, l'espressione “intermediazione finanziaria” non potrà che essere riferita unicamente a quella «particolare e appunto tipica attività definita nell'art. 106 del t.u.», senza poter più includere genericamente tutte le varie «specie di attività svolte nei comparti del credito, delle assicurazioni, del mercato mobiliare e dei servizi finanziari». Tuttavia, lo stesso A. precisa che «i confini fra l'una e le altre attività continueranno per certi versi a restare incerti e non tutte le attività economicamente considerate come finanziarie rientreranno nella nozione giuridica desumibile dall'art. 106 citato».

Più condivisibilmente, U. BELVISO, *Gli “intermediari finanziari” (tra storia e nomenclatura)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 165 ss. evidenzia come il problema definitorio concernente il concetto giuridico di intermediario finanziario «nascond[a] le difficoltà di comprensione della nozione stessa».

<sup>32</sup> Del resto in taluni contesti lo stesso legislatore ha ritenuto opportuno precisare il riferimento esplicito all'art. 106 TUB: precisazione che si rivelerebbe superflua qualora effettivamente «chiaro, univoco, e privo di ambiguità» fosse il riferimento “altri intermediari finanziari” *ex art.* 127 l. fall. alla definizione di cui all'art. 1, comma 2 lett. g) TUB. A titolo esemplificativo si veda, in primis, la Legge sulla Cartolarizzazione come evidenziato nella nt. 30. Nello stesso CCII, si veda l'art. 25-*decies*. In tale *corpus* normativo, tuttavia, vi sono anche ipotesi (come, ad esempio, gli artt. 16, comma 5, 18, comma 5-*bis* e 61, comma 5 CCII) nelle quali il legislatore, a fianco di banche e intermediari finanziari, ha introdotto, con il d.lgs. 13 settembre 2024, n. 136, anche i cessionari dei crediti. Tali modifiche potrebbero essere lette come espressione della volontà del legislatore di tenere distinto il trattamento degli “intermediari finanziari” e dei “cessionari dei crediti” (tra i quali, naturalmente, rientrano senza margini di incertezza anche i veicoli di cartolarizzazione). In realtà, oltre ad essere emendamenti recenti, tali modifiche sembrano piuttosto dirette a recepire orientamenti già da tempo consolidatisi che – già sotto la vigenza dell'allora art. 182-*septies* l. fall. che, analogamente alla versione originaria dell'art. 61, comma

concetti quali “intermediario”, “società”<sup>33</sup> o “attività” finanziari, nel loro tentativo di essere formule «neutre da applicare a plurivariegate realtà», rendono vano qualunque sforzo di ricondurre ad unità tutte le varie norme dedicate alla materia e alla definizione di attività finanziaria<sup>34</sup> e palesano così l’inevitabile parzialità delle varie definizioni che pretendano di abbracciare in modo olistico il complesso fenomeno dell’intermediazione finanziaria.

La qualificazione concreta di tale lemma risulta pertanto essere inevitabilmente legata ai singoli provvedimenti normativi e alle finalità ad essi propri (su cui *amplius infra*); così, la stessa nozione di “intermediario finanziario” di cui al Titolo V del TUB non può che essere riempita di significato facendo riferimento ai fini di tale *corpus* normativo – i quali non sono necessariamente coincidenti con quelli di cui alla Legge Fallimentare o al CCII – con la conseguenza che i

---

5 CCII, menzionava unicamente “banche e intermediari finanziari” – includevano pacificamente anche i veicoli di cartolarizzazione (si vedano, a titolo esemplificativo, M.M. ANDREONI, *Accordo di ristrutturazione con intermediari e convenzione di moratoria*, in *Giur. it.*, 2017, 538 e L. DE SIMONE, *Gli accordi ad efficacia estesa alla prova del Covid-19*, in [www.dirittodellacrisi.it](http://www.dirittodellacrisi.it), 3 maggio 2020) o, più semplicemente, a uniformare la disciplina a quella contemplata in altre previsioni del CCII (in questi termini, L. PANZANI, *Le novità in materia di piano attestato, PRO e accordi di ristrutturazione*, in *Fall.*, 2025, 57).

<sup>33</sup> Si consideri che, secondo la Circolare 3 aprile 2015, n. 288 di Banca d’Italia (*Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari*), le società cessionarie per la cartolarizzazione dei crediti e le società cessionarie di garanzia delle obbligazioni bancarie di cui agli artt. 3 e 7-*bis* della Legge sulla Cartolarizzazione costituiscono “società finanziarie” ossia «società, diverse da una banca o un IMEL, che esercitano in via esclusiva o prevalente: l’attività di assunzione di partecipazioni, quando chi la esercita non sia una società non finanziaria ai sensi delle presenti disposizioni; una o più delle attività ammesse al mutuo riconoscimento previste dall’art. 1, comma 2, lettera f), punti da 2 a 12 TUB; altre attività finanziarie previste ai sensi del numero 15 della medesima lettera; le attività di cui all’art. 1, comma 1, lettera n), TUF». È indicativo che in tale Circolare, al fine di perseguire le finalità ivi individuate, le SPV siano state fatte rientrare nella definizione (più ampia) di società (non a caso) “finanziarie” e gli “intermediari finanziari” (per i fini di cui alla suddetta Circolare) siano stati circoscritti agli iscritti all’albo 106 TUB. Va in ogni caso al riguardo osservato come la stessa definizione di “società finanziaria” di cui alla Circolare distingua le stesse unicamente dalle banche e dagli IMEL e non invece dagli intermediari finanziari ex art. 106 TUB.

Per una disamina sulle “società finanziarie” si veda V. SANTORO (a cura di), *Le società finanziarie*, Milano, 2000.

<sup>34</sup> A. PRINCIPE, *L’impresa finanziaria*, Milano, 1998, 128.

soggetti assoggettati a tale disciplina sono certamente intermediari finanziari non bancari per gli scopi del TUB e di tutte le disposizioni che ad esso si riferiscono, ma «non sono i soli intermediari finanziari non bancari»<sup>35</sup>. Sotto quest'ultimo riguardo, non pare un caso che la stessa dottrina occupatasi del tema – dopo aver disaminato la normativa del Titolo V del TUB sui soggetti operanti nel settore finanziario e descritto la progressiva evoluzione normativa finalizzata alla liberalizzazione del credito – annovera tra i “particolari tipi di intermediari finanziari”<sup>36</sup>, soprattutto al fine di valorizzarne la possibilità per alcuni di essi di concedere finanziamenti, anche soggetti quali le società per la cartolarizzazione dei crediti<sup>37</sup>, riconducendole dunque al medesimo *genus*.

Inoltre, come anticipato sopra, giova osservare come lo stesso legislatore non solo nazionale, ma anche unionale<sup>38</sup>, in altri contesti, abbia accolto nozioni di “intermediazione finanziaria” che non fossero solamente circoscritte ai soggetti iscritti all’Albo Unico, ma piuttosto

---

<sup>35</sup> U. BELVISO, *op. cit.*, 169.

<sup>36</sup> M.R. LA TORRE, *Intermediari finanziari e soggetti operanti nel settore finanziario*, Padova, 2010, 130 ss.

<sup>37</sup> Si veda anche P. SFAMENI e A. GIANNELLI, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Milano, 2018, 205, i quali – congiuntamente alle SPV – trattano anche le società di gestione del risparmio e le imprese assicurative. Non a caso tali A. quando intendono riferirsi agli intermediari finanziari “propriamente detti” non omettono il riferimento all’art. 106 TUB.

<sup>38</sup> Una conferma circa la non immediata e imprescindibile riconducibilità della locuzione “intermediari finanziari” alla sola nozione di cui al TUB arriva, infatti, anche volgendo lo sguardo verso le iniziative del legislatore unionale. Al riguardo va menzionato il Regolamento 28 ottobre 2013, n. 1075 della Banca Centrale Europea riguardante le statistiche sulle attività e passività delle società veicolo finanziarie coinvolte in operazioni di cartolarizzazione, il quale – nella sua parte 2 dedicata alla classificazione settoriale – introduce una tabella volta a «fornire una descrizione tipo dettagliata dei settori che le BCN traspongono in categorie nazionali» tra i quali è incluso anche il sottosettore dedicato agli “altri intermediari finanziari”. Rispetto a quest’ultimo, la Banca Centrale Europea – dopo aver escluso espressamente le imprese di assicurazione e i fondi pensione – dichiara che esso include tutte «le società e quasi-società finanziarie che svolgono come attività principale la funzione di intermediazione finanziaria mediante l’assunzione da unità istituzionali di passività in forme diverse da moneta, depositi (o loro prossimi sostituti), quote/partecipazioni di FI o in relazione a assicurazioni, pensioni e sistemi di garanzie standard» e che «le SV [*ndr.* società veicolo finanziarie coinvolte nelle operazioni di cartolarizzazione] come definite nel presente regolamento sono comprese in questo sottosettore».

fossero volutamente atte a ricomprendere “altri intermediari finanziari”, palesando come sia quantomeno dubbia l’asserita (nell’interpretazione della Corte) consapevolezza del legislatore che la “vera” nozione di “intermediario finanziario” sia quella che è «*ben chiara e scolpita*» nell’art. 1, comma 2 lett. g) TUB. Si pensi, a titolo esemplificativo, all’art. 3, comma 2 del d. lgs. 21 novembre 2007, n. 231 – in attuazione della Direttiva (CE) 50/2005 avente ad oggetto la prevenzione dell’utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento – che include nella categoria degli “intermediari bancari e finanziari”, oltre a banche (lett. a) e intermediari iscritti nell’albo previsto dall’articolo 106 TUB (lett. l), anche, *inter alia*, le società di intermediazione mobiliare, le società di gestione del risparmio, le società di investimento a capitale variabile e le società di investimento a capitale fisso, nonché le imprese di assicurazione, i confidi, i soggetti eroganti micro-credito, i consulenti finanziari di cui agli artt. 18-*bis* e 18-*ter* TUF e i prestatori di servizi per le cripto-attività. Oppure ancora, si veda l’art. 15.1 del d.l. 27 gennaio 2022, n. 4 in tema di contributo straordinario, sotto forma di credito d’imposta, a favore delle imprese a forte consumo di gas naturale, in forza del quale si prevede la libera trasferibilità del credito d’imposta in favore di altri soggetti, «compresi gli istituti di credito e gli altri intermediari finanziari», ma senza la facoltà di successiva cessione, fatta salva la possibilità di due ulteriori cessioni solo se effettuate in favore di banche e intermediari finanziari – qui si precisa – «iscritti all’albo previsto dall’articolo 106 del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia», società appartenenti a un gruppo bancario oppure imprese di assicurazione<sup>39</sup>.

---

<sup>39</sup> Quale ulteriore esempio “nazionale” di impiego di una nozione di “intermediario finanziario” più ampia rispetto a quella di cui al TUB si veda anche l’art. 162-*bis* del D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 in forza del quale «ai fini delle imposte sui redditi e dell’imposta regionale sulle attività produttive [...] si definiscono intermediari finanziari» (anche) soggetti altri rispetto alle entità iscritte nell’Albo Unico, quali gli operatori del microcredito iscritti nell’elenco *ex* art. 111 TUB oppure i confidi di cui all’elenco *ex* art. 112-*bis* TUB. Sul punto si vedano A. SERENA e S. PAVANETTO, *Nuova definizione di intermediari finanziari: finalmente luce sulle holding industriali*, in *Bilancio e reddito d’impresa*, 2019, 43 ss. e M. FOLLI e M. PIAZZA, *Definite le regole per le holding e le altre finanziarie non vigilate da Banca d’Italia*, in *Il fisco*, 2019, 261 ss. Si veda altresì Consiglio Nazionale del Notariato, *Quesito di Impresa* n. 38-2014/I, *Oggetto sociale: attività finanziaria*, in CNN Notizie del 28 gennaio 2015.

Quanto sopra esemplificato circa la possibile coesistenza di plurime “definizioni” di “intermediari finanziari” pare essere nient’altro che un corollario del sempre più ricorrente fenomeno di utilizzo promiscuo dei medesimi termini in sede di legislazione ed espressione del più generale (e da tempo acquisito nella dogmatica giuridica) principio della relatività dei *nomina* e dei concetti giuridici. Come noto, secondo tale principio «non è per nulla detto che un termine significhi sempre, costantemente la stessa cosa» e che, anzi, vada stimato «privo di profili di struttura argomentativa – e il suo uso effettivo denso, invero, di significati di occultamento – l’antico brocardo “in claris non fit interpretatio”»<sup>40</sup>. Infatti, preme rilevare come occorra accostarsi al dato normativo valutandolo nel contesto del sistema di cui fa parte senza lasciarsi fuorviare «da parallelismi – peggio, da rinvii – di facciata, perché retti dalla mera derivazione da altre branche del diritto» poiché «il mondo del diritto è pieno, davvero, di ipotesi in cui un (unico) termine assume – volta a volta, a seconda dell’occasione di legge – significati diversi, eventualmente anche lontanissimi tra loro: espressivi di realtà (anche affatto) eterogenee». Il valore e la resistenza da attribuirsi alle definizioni legislative variano a seconda del loro oggetto (fattuale o giuridico), dei termini impiegati (fattuali o tecnico-giuridici), del tipo di fonte (codice o legislazione extracodicistica), ma anche (o forse soprattutto) del settore disciplinare<sup>41</sup> in cui le stesse si innestano.

---

Specificatamente su quelle che sono definite “nuove” definizioni di “intermediari finanziari” e di “società di partecipazione finanziaria”, si veda P. ARGINELLI, *Contributo allo studio degli interessi passivi e dei soggetti c.d. finanziari nell’Ires*, Padova, 2020, 234 ss.

<sup>40</sup> A.A. DOLMETTA, *Relatività dei nomina in diritto civile e in diritto tributario: la nozione di «transazione» nella L. n. 178 del 2002*, in *Diritto e pratica tributaria*, 2006, 1519.

<sup>41</sup> M. DELLACASA, *Sulle definizioni legislative nel diritto privato*, Torino, 2004, 68. Sarebbe infatti alquanto semplicistico immaginare una «forza di espansione tendenzialmente illimitata delle norme espresse dalle definizioni legislative» posto che tale *vis expansiva* è destinata ad essere profondamente incisa dalle partizioni dei settori disciplinari (nel caso di specie, TUB, da un lato, e Legge Fallimentare e CCII, dall’altro). Del resto, lo stesso TUB specifica che il significato delle espressioni ivi riportate è limitato al “presente decreto legislativo”.

Tali considerazioni erano già state ampiamente sviluppate dai massimi esponenti italiani della filosofia analitica del diritto: si vedano, in particolare, V.U. SCARPELLI, *La definizione nel diritto*, in *Jus*, 1959, 496 ss. e G. TARELLO, *L’interpretazione della legge*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 1980, 237.

Al di fuori della “materia” in cui le stesse sono collocate e alla luce delle specificità di ciascun settore disciplinare (*in primis* in punto di finalità perseguite e interessi tutelati), infatti, le definizioni legislative sono destinate a perdere forza normativa<sup>42</sup>. Di conseguenza, pare che il lemma “intermediario finanziario” previsto dall’ultimo comma degli artt. 127 l. fall. e 243 CCII – lungi dal costituire un inequivocabile rimando alla definizione legislativa di cui all’art. 1, comma 2 lett. g) TUB – debba piuttosto essere ricostruito a partire dalla *ratio* di tali disposizioni secondo una lettura interpretativa che, pur senza legittimare l’abbandono a una incontrollabile arbitrarietà esegetica<sup>43</sup>, tenga in adeguata considerazione la diversa *mens legis*.

Del resto, anche qualora ci trovassimo di fronte a un termine tecnico-giuridico (qual è quello di “intermediario finanziario”) legislativamente definito nel settore disciplinare del diritto concorsuale, non si potrebbe prescindere dal rilevare l’oggettiva debolezza dell’argomento letterale a disvelare il significato di un’espressione<sup>44</sup>. Le definizioni legislative, infatti, si rivelano essere puramente nominali e non reali, prive di alcuna implicazione ontologica, con la conseguenza che l’interprete sarebbe comunque protagonista di «un’operazione costruttiva che, muovendo dalla considerazione delle disposizioni che compongono il regime di riferimento, si connota di significativa discrezionalità anche rispetto alla fissazione legislativa del significato» e « [...] proprio perché deve riconoscersi che siffatte operazioni contribuiscono alla determinazione

---

<sup>42</sup> Si verifica un decremento della *vis expansiva* anche nell’ipotesi in cui gli «enunciati del settore diverso, nei quali il termine definito ricorre, potrebbero essere facilmente interpretati in modo tale da non determinare conflitto con la definizione legislativa» (così, G. TARELLO, *op. cit.*, 237). Il singolo settore disciplinare è definito dall’A. “materia”.

<sup>43</sup> A. GENTILI, *Il diritto come discorso*, in *Tratt. Iudica-Zatti*, 2013, 495. L’A., infatti, definisce la sua prospettiva come «non cognitivista ma non irrazionalista», evidenziando un ruolo cruciale dell’argomentazione e delle sue tecniche rispetto all’esigenza di offrire risorse di razionalità alla perorazione persuasiva e alla formazione delle soluzioni.

<sup>44</sup> Si vedano, a titolo esemplificativo, R. GUASTINI, voce «*Interpretazione*», in *Enc. giur.*, XVII, Roma, 1989, 3 ss. e C. SCOGNAMIGLIO, *L’interpretazione*, in *I contratti in generale*, E. GABRIELLI (a cura di), Torino, 1999, 932 ss.

del precetto, non può propriamente dirsi che l'interprete sia vincolato a un significato precostituito»<sup>45</sup>.

#### 4. *La natura della SPV e dell'attività da essa esercitata*

Alla luce di quanto precede, si tratta ora di comprendere se e in che misura il disposto dell'ultimo comma dell'art. 127 l. fall. possa essere applicato anche ai veicoli di cartolarizzazione costituiti ai sensi della Legge sulla Cartolarizzazione. Una simile analisi non può prescindere dall'individuazione della natura di tali soggetti e, in particolar modo, dell'attività dagli stessi esercitata al fine di poterne valutare la riconducibilità al più ampio *genus* di "intermediazione finanziaria" per i fini di cui all'art. 127 l. fall.

Tali società – introdotte nel nostro ordinamento con la Legge sulla Cartolarizzazione recependo il modello anglo-americano di *securitisation* – costituiscono un veicolo appositamente costituito (da qui la locuzione SPV, quale acronimo di "*special purpose vehicle*") nella forma di società di capitali (tipicamente, una società a responsabilità limitata) che – nella fattispecie più semplice e tradizionale di cartolarizzazione di crediti – procedono all'acquisto in blocco di crediti e alla contestuale o successiva emissione di titoli ABS (*asset-backed securities*) il cui rimborso, in termini di capitale, interessi o premi (nella prassi qualificati quali *additional return* o *variable return*), è mera funzione della *performance* del portafoglio cartolarizzato e dunque delle *collections* rinvenienti dai crediti sottostanti, i quali sono *ex lege* segregati e costituiscono la garanzia offerta all'emissione dei titoli. In tal senso, recependo l'impostazione anglosassone, la SPV costituirebbe un mero diaframma societario<sup>46</sup>

---

<sup>45</sup> A. D'ANGELO, *Discorso giuridico, termini tecnici e concetti*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, 334.

<sup>46</sup> Diverse sono le espressioni utilizzate dalla dottrina per descrivere tale caratteristica delle SPV: si vedano, a titolo esemplificativo, U. CIARAVOLO e A. SCIOTTI, sub *Art. 3*, in *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, P. FERRO-LUZZI e C. PISANTI (a cura di), Milano, 2005, 252 che definiscono la SPV quale «velo giuridico» o «schermo» interposto tra chi cede i crediti e chi acquista i titoli oppure P. CARRIÈRE, *La (ambigua) definizione delle nuove frontiere della cartolarizzazione: "dei proventi immobiliari" o "degli immobili"?*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 29 aprile 2019, che la descrive come veicolo «trasparente», «passante», tra l'*originator* e i sottoscrittori dei titoli.

interposto tra l'*originator* cedente i crediti e i sottoscrittori dei titoli ABS. Questi ultimi costituiscono beni c.d. "di secondo grado" fatti circolare nel mercato che, pur essendo inidonei a soddisfare *ex se* i bisogni della vita quotidiana, nell'implementazione dell'operazione di cartolarizzazione sono comunque in grado di espletare funzioni complesse assegnate loro dall'ingegno umano<sup>47</sup>. La Legge sulla Cartolarizzazione, pertanto, si inserisce nel *trend* normativo che consente alla finanza di «fare miracoli, con quella sorta di moltiplicazione dei pesci che per l'appunto è costituito dalla continua messa in circolazione di beni di secondo grado, oltre che con quel mirabolante paradosso dello scambio, per cui entrambi i partecipanti si arricchiscono e pervengono ad una allocazione finale di risorse migliore per entrambi rispetto a quella di partenza»<sup>48</sup>.

Tramite un breve *excursus* storico relativo all'evoluzione normativa della disciplina applicabile ai veicoli di cartolarizzazione limitato a quanto qui di interesse, giova sin da ora ricordare come, secondo le previsioni originarie della Legge sulla Cartolarizzazione e fatte salve due eccezioni in materia di oggetto sociale esclusivo (su cui *infra*) e di capitale minimo, il legislatore avesse ritenuto opportuno assoggettare integralmente le SPV alle medesime disposizioni di cui agli artt. 106 e ss. TUB; tale scelta si fondava sull'evidente assunto della naturale riconducibilità dell'attività della SPV alle attività esercitate dai soggetti

---

In giurisprudenza si veda, a titolo esemplificativo, Cass. 5 luglio 2021, n. 18896, in *Onelegale*, che afferma che la società veicolo altro non è che un «mero strumento giuridico della complessa operazione economica realizzata».

<sup>47</sup> La cartolarizzazione risponde ad esigenze diverse tramite la conversione di attività finanziarie a liquidità differita o attività non finanziarie (quali gli *assets* immobiliari) in prodotti finanziari quali le note di cartolarizzazione (nella dottrina anglosassone viene definito quale «*process of pooling and repackaging loans into securities, which are then sold to investors*»; così, R.C. RANSTON, *Principles of Banking Law*, Oxford, 1997, 402), consentendo così alle imprese di smobilizzare tali *assets* attraverso il ricorso al mercato dei capitali. Tali finalità sono state palesate sin dalla relazione al d.d.l. n. 5058 presentato alla Camera dei Deputati il 7 luglio 1998 e disponibile in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I, 235 ss. Di recente, si è valorizzata la proficuità delle cartolarizzazioni soprattutto ai fini della gestione dei crediti deteriorati, in particolare dopo la pandemia da Covid-19 che ha aggravato il peso di questi ultimi sul bilancio delle banche (così, F. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, 26 e ID., *Il Covid 19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi*, in questa *Rivista*, 2021, I, 13 ss.).

<sup>48</sup> P. SCHLESINGER, *La cartolarizzazione dei crediti*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, 265.

operanti nel settore finanziario<sup>49</sup> o, quantomeno, della espressa *voluntas legis* di ricondurla al *genus* regolato dall'art. 106 TUB (su cui *amplius infra*). Si richiedeva pertanto che venissero rispettati i requisiti di onorabilità per tutti i titolari di una partecipazione rappresentativa del capitale sociale della SPV superiore al 5% o che la controllavano, nonché i requisiti di onorabilità e professionalità per coloro che assumevano funzioni di amministrazione, direzione e controllo. Non solo, il veicolo di cartolarizzazione doveva essere inoltre iscritto negli elenchi degli intermediari finanziari tenuti dal Ministero del Tesoro e, “in ogni caso”, dopo l'intervento ministeriale del 4 aprile 2001<sup>50</sup>, anche nell'elenco speciale degli intermediari finanziari di cui all'art. 107 TUB tenuto dalla Banca d'Italia<sup>51</sup>. Quest'ultima, con il provvedimento 23

---

<sup>49</sup> La locuzione è ripresa dalla rubrica del capo I del titolo V del TUB che, infatti, con la modifica introdotta dal d.lgs. 30 luglio 2024, n. 116, è ora rubricato “Concessione di finanziamenti e soggetti operanti nel settore finanziario”.

<sup>50</sup> Art. 3 del d.m. 4 aprile 2001 (Ministro del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica) che modifica l'art. 3, comma 2, lett. f) e h) del d.m. 13 maggio 1996. Già prima dell'intervento ministeriale, era prevalsa un'interpretazione estensiva ad opera della Banca d'Italia dell'art. 2, comma 2 lett. a) del d.m. 13 maggio 1996 per gli intermediari finanziari “esercenti l'attività di finanziamento sotto qualsiasi forma” con il conseguente obbligo, anche per le SPV, di iscriversi nell'elenco speciale.

Si ritiene che l'originaria disciplina degli intermediari finanziari non bancari del titolo V del TUB sia stata introdotta essenzialmente per finalità di antiriciclaggio e da qui l'inclusione anche delle operazioni di cartolarizzazione in quanto potenzialmente “sospette”. Sotto tale profilo, si veda Trib. Brindisi (ord.), 22 ottobre 2024, in *Onelegale*, quale ordinanza di rinvio alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea in tema di «compatibilità del complessivo sistema di disciplina interno in materia di cessioni in blocco di crediti deteriorati» e, nello specifico, delle operazioni di cartolarizzazione «con la normativa antiriciclaggio, così come con i generali principi di effettività della tutela, di trasparenza, di buona fede oggettiva con i suoi corollari in punto di obblighi informativi».

<sup>51</sup> Tale decisione aveva suscitato sin da subito critiche da parte della dottrina che aveva evidenziato perplessità circa la concreta opportunità della scelta effettuata in quanto i corollari di disciplina che derivavano dall'iscrizione della SPV nell'elenco speciale *ex art.* 107 TUB apparivano sproporzionati rispetto alle sue caratteristiche e finalità (in particolare, forme di vigilanza prudenziale penetranti, gli obblighi di segnalazione, nonché la possibilità per la Banca d'Italia di dettare disposizioni vincolanti in materia di adeguatezza patrimoniale, organizzazione contabile-amministrativa, contenimento dei rischi e controlli interni del soggetto vigilato) (così, tra gli altri, A. GIANNELLI, *La società per la cartolarizzazione dei crediti: questioni regolamentari e profili di diritto societario e dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2002, 922).

agosto 2000 (*Disposizioni per le società di cartolarizzazione*)<sup>52</sup>, aveva altresì rammentato l'obbligo per i veicoli di cartolarizzazione di operare «nel rispetto di quanto previsto nelle istruzioni di Vigilanza per gli intermediari finanziari inseriti nell'Elenco speciale» a far data dal momento dell'iscrizione nel suddetto elenco.

Rispetto a ciò, si potrebbe obiettare che il legislatore abbia poi voluto escludere le SPV dal novero dei soggetti vigilati e obbligati all'iscrizione nell'albo speciale. In effetti, con la riforma al titolo V del TUB operata con il d.lgs. 13 agosto 2010, n. 141, l'abrogazione dell'allora albo speciale ex art. 107 TUB e l'istituzione del c.d. Albo Unico, le SPV sono state oggetto di “derubricazione” e ad esse è stato unicamente imposto l'obbligo di iscrizione in un elenco speciale tenuto presso Banca d'Italia<sup>53</sup>. A tal riguardo, pare opportuno rilevare come tale derubricazione non risulti tanto motivata da un ripensamento del legislatore circa la qualificazione della natura sostanziale dell'attività esercitata dalla SPV (quindi anche nell'ipotesi in cui fossimo nel senso estremo di un radicale innesto *ex abrupto* da parte del legislatore dell'attività della SPV nell'ambito delle attività ex art. 106 TUB; v. *infra*), quanto piuttosto da una logica di deregolamentazione volta a

---

<sup>52</sup> Banca d'Italia aveva così fornito indicazioni operative al sistema delle banche e degli intermediari finanziari dimodoché le SPV si impegnassero a (i) assicurare costantemente la separatezza dei patrimoni delle varie operazioni di cartolarizzazione e gli ulteriori beni sociali, (ii) garantire la trasparenza della *securitisation* nei confronti del mercato, nonché (iii) porre in essere solo operazioni pertinenti alla gestione della cartolarizzazione. Al riguardo, si veda altresì la circolare della Banca d'Italia del 3 novembre 2003.

<sup>53</sup> Si vedano il Regolamento (UE) n. 1075/2013 della Banca Centrale Europea del 18 ottobre 2013 e i provvedimenti Banca D'Italia 29 aprile 2011, 1° ottobre 2014, 7 giugno 2017 e, da ultimo, 12 dicembre 2023 da cui si evince come l'elenco dei veicoli di cartolarizzazione abbia finalità eminentemente statistiche e di certificazione anagrafica. Conferma tale finalità anche la citata Trib. Brindisi (ord.), 22 ottobre 2024 secondo cui l'iscrizione a tale elenco non è in grado di assicurare un monitoraggio relativo all'osservanza della normativa comunitaria antiriciclaggio.

Sotto questo profilo, a fronte della logica che ha spinto verso la derubricazione, pare comunque potersi convenire con le argomentazioni del Fallimento nel procedimento in oggetto secondo cui il (nuovo) obbligo di iscrizione nell'elenco delle società veicolo istituito *ad hoc* presso Banca d'Italia non risulta dirimente nello spostare in una direzione piuttosto che nell'altra l'interpretazione dell'art. 127, comma 7 posto che il suddetto elenco presenta finalità (parzialmente) ultronee rispetto alle finalità di cui all'albo unico ex art. 106 TUB.

semplificare i processi che rilevano sul piano dello sviluppo economico finanziario e, quindi, ad evitare forme di controllo (da parte delle autorità a tal fine preposte) che appaiono superflue. La stessa dottrina aveva sollecitato un intervento del legislatore in tal senso, evidenziando, sin dalla promulgazione della Legge sulla Cartolarizzazione, come tale iscrizione apparisse quantomeno sproporzionata rispetto alle caratteristiche e alle finalità della SPV. Sembra quindi che il legislatore, nel contesto di una globale rivisitazione del sistema disciplinare concernente gli intermediari finanziari non bancari, abbia voluto contribuire, anche con tale derubricazione, a realizzare un «mercato scevro da sovrastrutture normative e, dunque, libero di autodeterminarsi sulla base di canoni di efficienza e competitività»<sup>54</sup>.

Sul punto, nonostante l'intervenuta "derubricazione" dei veicoli di cartolarizzazione, pare opportuno comunque ricordare le riflessioni sviluppatesi in merito alla natura dell'attività esercitata dalla SPV da cui possono comunque trarsi utili indicazioni per i fini di cui al presente commento. Infatti, antecedentemente alla citata riforma del 2010 e correlata istituzione del c.d. Albo Unico, ci si è interrogati se l'operazione di cartolarizzazione consista in una serie di atti qualitativamente estranei al Titolo V del TUB e quindi se l'intervento legislativo di cui all'allora art. 3, comma 3 della Legge sulla Cartolarizzazione fosse preordinato ad includere forzosamente i veicoli di cartolarizzazione nel novero dei soggetti che risultano privi di elementi di comunanza con le SPV oppure se invece l'intervento legislativo – a fronte della naturale riconducibilità della *securitisation* all'attività di intermediazione finanziaria – fosse unicamente dettato dall'esigenza di escludere l'applicazione di parte dell'apparato normativo (e.g. il requisito in tema di capitalizzazione minima) che le sarebbe stato altrimenti imposto. La Banca d'Italia sembrerebbe aver adottato la seconda delle citate impostazioni, sia pure in maniera non univoca<sup>55</sup>, valorizzando soprattutto il tenore letterale dell'allora vigente d.m. 6 luglio 1994 ove, all'art. 2, si annoverava tra le "attività di

---

<sup>54</sup> F. CAPRIGLIONE e V. LEMMA, sub *Art. 106*, in *Comm. t.u.b. Capriglione*, Padova, 2018, 1575.

<sup>55</sup> Si veda, ad esempio, il menzionato provvedimento del 23 agosto 2000 nel quale si afferma che l'attività delle SPV «presenta connotati peculiari tali da renderla difficilmente assimilabile alle altre attività esercitate dagli intermediari finanziari».

finanziamento sotto qualsiasi forma” anche l’acquisto dei crediti a titolo oneroso<sup>56</sup>. Fanno seguito anche quegli Autori che valorizzano l’intervento del legislatore in mera chiave derogatoria al fine di evitare l’assoggettamento della SPV a determinate previsioni che le sarebbero state altrimenti applicabili; infatti, l’attività da essa svolta di intermediazione, sia pur espletata peculiarmente «mediante il distacco del patrimonio separato da quello del cedente e la sua gestione diretta e indiretta nell’interesse dei portatori dei titoli»<sup>57</sup>, ne avrebbe comunque comportato l’inclusione tra gli operatori finanziari ai sensi del titolo V del TUB svolgendo la SPV un’attività economica finalizzata alla produzione di un servizio finanziario “per il mercato” e di cui sarebbero fruitori i soggetti che intendono procedere alla smobilizzazione di crediti<sup>58</sup>.

Non conviene tuttavia con simile conclusione quella parte di dottrina che, pur a fronte della attribuzione della qualifica imprenditoriale all’attività esercitata dalla SPV<sup>59</sup>, evidenzia come il “vero”

---

<sup>56</sup> Oggi il riferimento è al d.m. Economia e Finanze 2 aprile 2015, n. 53 (*Regolamento recante norme in materia di intermediari finanziari in attuazione degli articoli 106, comma 3, 112, comma 3, e 114 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, nonché dell’articolo 7-ter, comma 1-bis, della legge 30 aprile 1999, n. 130*). Il comma 2 di tale decreto prevede – con riferimento alla cessione di crediti classificati a sofferenza a titolo oneroso a parte di banche e intermediari finanziari – un’esclusione dal novero delle attività di intermediazione finanziaria e dunque delle attività “riservate” al ricorrere delle condizioni ivi previste (qualitative e quantitative). È interessante notare come tale art. 2, n. 1) i. parli di «banche o altri intermediari finanziari» precisando però – con riferimento a questi ultimi – che si tratta degli intermediari finanziari «sottoposti alla vigilanza della Banca d’Italia» e quindi necessariamente soggetti iscritti all’Albo Unico.

<sup>57</sup> C. RUCELLAI, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia a due anni dall’entrata in vigore della L. 30 aprile 1999, n. 130*, in *Giur. comm.*, 2001, I, 392.

<sup>58</sup> G. GUERRIERI, sub *Art. 1*, in *Legge 30 aprile 1999, n. 130, Disposizione sulla cartolarizzazione dei crediti*, A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), in *Nuove leggi civ. comm.*, 2000, 1018.

<sup>59</sup> Si consideri che la stessa riconduzione dell’attività della SPV nell’alveo dell’art. 2082 cod. civ. è discussa in dottrina. Oltre agli A. citati alla nota successiva, convengono con la natura imprenditoriale dell’attività della SPV anche F. DI CIOMMO, *I soggetti che svolgono operazioni di cartolarizzazione e la separazione patrimoniale*, in *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, R. PARDOLESI (a cura di), Milano, 1999, 219 ss., G. BELI, *Società per la cartolarizzazione dei crediti: riflessioni su alcuni aspetti problematici*, in *Società*, 2003, 1917, G. FAUCEGLIA, *La cartolarizzazione dei crediti: commento alla legge n. 130 del 1999*, Torino, 2002, 73 e, anche alla luce delle

intermediario finanziario sia colui che procede all'acquisto dei crediti, assume in proprio il rischio ed è pertanto chiamato a dotarsi di un'organizzazione adeguata, mentre invece la società veicolo riversa il rischio della cartolarizzazione direttamente sugli investitori dimodoché la funzione di finanziamento in favore della cedente non sia effettivamente espletata dal veicolo di cartolarizzazione, quanto piuttosto direttamente dai sottoscrittori dei titoli emessi nel contesto dell'operazione<sup>60</sup>. Conseguentemente, posto che l'attività svolta dalla SPV non sarebbe sussumibile naturalmente nella fattispecie di cui all'art. 106 TUB che definisce in modo tassativo l'attività "finanziaria" rilevante, l'intervento legislativo sarebbe proprio preordinato ad aggiungere al relativo catalogo una nuova attività finanziaria,

---

modifiche apportate alla Legge sulla Cartolarizzazione con l'introduzione dell'art. 7.1 ad opera del d.l. 24 aprile 2017, n. 50 (così come convertito con modifiche dalla l. 21 giugno 2017, n. 96) e P. CARRIÈRE, *L'articolazione del regime di responsabilità patrimoniale della "società per la cartolarizzazione"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, I, 258.

In senso contrario invece A. GIANNELLI, *op. cit.*, 925 soprattutto facendo leva sull'etero-gestione ed etero-destinazione che connota la SPV e A. DEL DIN, sub *Art. 6, commi 1 e 2*, in *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, P. FERRO-LUZZI e C. PISANTI (a cura di), *op. cit.*, 373, il quale valorizza in particolare l'assenza di un qualunque rischio di impresa in capo alla SPV e di una remunerazione per l'attività svolta dalla stessa, non costituendo un autonomo centro di interessi rispetto ai *noteholders*. Nello stesso senso, al fine di offrire una disamina del trattamento fiscale, anche R. PARISOTTO, *Esenti da IVA i servizi di incasso nelle operazioni di cartolarizzazione*, in *Corriere Tributario*, 2017, 199 secondo cui: «il legislatore ha "svuotato" l'attività imprenditoriale della SPV confinandola ad un ruolo di mero gestore di un patrimonio dedicato esclusivamente al soddisfacimento dei creditori (finanziatori o sottoscrittori dei titoli) [...]».

Non pare invece condivisibile l'opinione intermedia (A. TENCATI, *Le garanzie dei crediti*, Torino, 2012, 117) che esclude la natura imprenditoriale nelle sole ipotesi di veicoli di cartolarizzazione funzionali ad una sola operazione a fronte dell'insussistenza, in tal caso, del requisito della professionalità, soprattutto alla luce delle evoluzioni nell'interpretazione dell'avverbio "professionalmente" di cui all'art. 2082 cod. civ.

<sup>60</sup> È questa l'opinione di D. GALLETTI e G. GUERRIERI, *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, 2002, 158. Aggiungono gli A.: «D'altro canto sembra dover essere proprio la ricostruzione della natura «imprenditoriale» dell'attività in questione, ove si è valorizzato l'aspetto della gestione «economica» dei crediti e dell'intermediazione finanziaria fra apportatori di risparmio diffuso e cedente, a far dubitare della pacifica riconduzione della cartolarizzazione alla sfera operativa tradizionale dei soggetti di cui agli artt. 106 t.u. banc.».

graduandone la disciplina in ragione delle specificità dell'operazione<sup>61</sup>. Anche secondo questa ricostruzione, tuttavia, ancorché introdotta dal legislatore *ex novo*, l'attività espletata dalla SPV avrebbe comunque rappresentato un'attività di intermediazione finanziaria *sui generis* per i fini di cui agli artt. 106 e 107 TUB allora vigenti, palesando quindi la *voluntas legis* di assimilare, salve le menzionate eccezioni, la disciplina dei veicoli di cartolarizzazione e la disciplina di quegli intermediari finanziari che ancora oggi sono qualificati dalla dottrina come "propriamente detti"<sup>62</sup> (*i.e.* i soggetti di cui all'art. 1, comma 2 lett. g) TUB).

#### 5. *L'evoluzione del ruolo della SPV (anche nell'ambito delle procedure concorsuali)*

L'assimilabilità dei veicoli di cartolarizzazione agli intermediari finanziari *ex art.* 106 TUB tale da legittimarne, quantomeno astrattamente (*v. infra*), l'inclusione tra i soggetti legittimati al voto per i fini di cui all'art. 127, comma 7 l. fall. si evince anche dai molteplici interventi normativi susseguitesesi nel tempo che, soprattutto nel contesto dei crediti deteriorati, hanno portato progressivamente a mutare o, quantomeno, far vacillare la tradizionale immagine della SPV come mero veicolo "passante" unicamente finalizzato ad assicurare un *ring fencing* dei crediti che «non svolge alcuna funzione, né offre alcuna garanzia per una tutela anche dinamica, gestoria, dei diritti e degli interessi» che fanno invece capo agli investitori<sup>63</sup>.

---

<sup>61</sup> Negli stessi termini si esprime anche A. NAPOLITANO, *La cartolarizzazione dei crediti: commento alla L. 30 aprile 1999, n. 130, recante "Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti"*, in *Impresa commerciale industriale*, 1999, 1386 secondo cui «l'operatività tipica (anzi, riservata!) [della SPV] potrebbe non costituire ontologicamente attività finanziaria in senso stretto, considerando anche l'introduzione di una (particolare) disciplina *ad hoc*» quale è la Legge sulla Cartolarizzazione.

<sup>62</sup> M. SEPE e A. URBANI, *Imprese di investimento e altri intermediari finanziari nel TUB*, in *op. cit.*, V. DONATIVI (a cura di), 1004. L'utilizzo dell'epiteto "propriamente detti" è indicativa in quanto allude, nemmeno tanto implicitamente, che sussistano "altri" (riprendendo il tenore letterale dell'art. 127 l. fall.) intermediari finanziari.

<sup>63</sup> C. RUCELLAI, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia a due anni dall'entrata in vigore della L. 30 aprile 1999, n. 130*, cit., 402 e L. CAROTA, *La cartolarizzazione*

Preliminarmente – e in aggiunta a quanto precedentemente osservato in punto di acquisto di crediti a titolo oneroso che *ex lege* rientra tra le attività di “concessione di finanziamenti sotto qualunque forma” – si osserva anzitutto come, sin dalla promulgazione della Legge sulla Cartolarizzazione, quest’ultima – all’art. 4, comma 1 – prevede che alle cessioni dei crediti poste in essere nel contesto di una operazione di cartolarizzazione si applichino senza eccezioni di sorta le previsioni di cui all’art. 58, commi 2, 3 e 4 TUB, i quali – oltre a prevedere che i privilegi e le garanzie di qualsiasi tipo, da chiunque prestati o comunque esistenti a favore del cedente conservano la loro validità e il loro grado in favore del cessionario, senza bisogno di alcuna formalità di annotazione – stabiliscono altresì che rimangono «applicabili le discipline speciali, anche di carattere processuale, previste per i crediti ceduti». Tali previsioni specificatamente pensate per le banche e gli intermediari finanziari ex art. 106 TUB sono state rese applicabili, senza particolari adattamenti, anche ai veicoli di cartolarizzazione, ma rimangono completamente glissate nella pronuncia in commento.

Non solo, a valle delle modifiche apportate dal d.l. 23 dicembre 2013, n. 145 (convertito con l. 21 febbraio 2014, n. 9) all’art. 4 della Legge sulla Cartolarizzazione e la relativa estensione della normativa

---

*dei crediti*, in *Le operazioni di finanziamento*, F. GALGANO (diretta da) e E. PANZARINI, A.A. DOLMETTA, S. PATRIARCA (a cura di), Torino, 2016, 947 secondo cui le scelte operate dal veicolo di cartolarizzazione sono sempre mosse «da esigenze di carattere conservativo» e non possono mai tradursi «in una vera e propria gestione di tipo dinamico, con finalità di investimento».

Al riguardo, più di recente, si veda anche E.R. RESTELLI, *Le frontiere mobili della cartolarizzazione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 926 ss. secondo cui – al fine di evidenziare le differenze tra cartolarizzazione e gestione collettiva del risparmio – la SPV «è senz’altro chiamata a gestire attivamente il rischio di credito connesso alle attività cedute, ma – oltre a ciò – non possono essere “ammissibili operazioni produttive di nuovi rischi” », dovendosi dunque interpretare le modifiche apportate alla Legge sulla Cartolarizzazione in conformità a un modello di gestione conservativa e procedere invece all’istituzione di un OICR qualora l’operazione richieda una “gestione finanziaria” degli *assets*.

di favore prevista dalla c.d. legge *factoring*<sup>64</sup>, parte della dottrina<sup>65</sup> ha evidenziato come l'assimilabilità tra le due categorie nelle intenzioni del legislatore possa essere desunta anche dall'applicabilità della disciplina sulla cessione dei crediti d'impresa alle operazioni di cartolarizzazione posto che, come noto, l'art. 1, comma 1, lett. c) della l. 21 febbraio 1991, n. 52 – allora come oggi – dispone che la relativa disciplina speciale possa trovare applicazione unicamente qualora la cessionaria sia «una banca o un intermediario finanziario disciplinato dal testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia emanato ai sensi dell'art. 25, comma 2, della l. 19 febbraio 1992, n. 142»<sup>66</sup>.

Tuttavia, la modifica che senza dubbio rende palese la vicinanza tra i veicoli di cartolarizzazione e gli intermediari finanziari iscritti all'Albo Unico è quella apportata dal c.d. “Decreto Competitività”<sup>67</sup> che, introducendo il comma 1-*ter* all'art. 1 della Legge sulla Cartolarizzazione, ha consentito alla SPV di concedere (anche direttamente)<sup>68</sup> finanziamenti in favore dei soggetti ivi individuati,

---

<sup>64</sup> Si è evidenziato come la l. 21 febbraio 1991, n. 52 sia «a torto identificata anche come legge sul factoring [...] considerato che essa non ha fornito una disciplina compiuta di tale contratto» con la conseguenza che esso «conserva il proprio carattere atipico e ripete, pertanto, tuttora la propria variabile struttura dai mutevoli modelli della prassi» (così, L. CAROTA, *La cartolarizzazione dei crediti*, in *I contratti del mercato finanziario*, R. LENER e E. GABRIELLI (a cura di), Torino, 2010, 1511).

<sup>65</sup> C. MARASCO e D. ROSSANO, *op. cit.*, 1047, nt. 5.

<sup>66</sup> Per le correlazioni tra operazioni di cartolarizzazione e *factoring*, si veda P. MESSINA, *Le operazioni finanziarie nel diritto dell'economia*, Padova, 2010, 245.

<sup>67</sup> d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito in l. 11 agosto 2014, n. 116.

<sup>68</sup> Si potrebbe obiettare che, ai sensi del comma 1-*ter* dell'art. 1 della Legge sulla Cartolarizzazione, i relativi prenditori debbano comunque essere individuati da una banca o un intermediario finanziario di cui all'art. 106 TUB e che questi ultimi debbano trattenere un significativo interesse economico nell'operazione (c.d. *retention*). Tuttavia, va altresì osservato come tali previsioni risultano, sotto il primo profilo, motivate dalla natura acefala della SPV, la quale non sarebbe *ex se* idonea ad effettuare le verifiche sul soggetto finanziato, nonché, sotto il secondo profilo, ispirate da logiche affini a quelle sottese al Regolamento (UE) n. 575/2013 (c.d. *Capital Requirement Regulation*) e all'obbligo di *retention* nelle cartolarizzazioni con *tranching* di cui al Regolamento (UE) n. 2017/2402 del Parlamento Europeo e del Consiglio che non risultano dirimenti per la qualificazione, in termini di intermediazione finanziaria, dell'attività espletata dalla SPV. Rimane comunque il dato fondamentale per il quale, pur a fronte dell'individuazione del *borrower* operata dalla banca o intermediario finanziario propriamente detto e del mantenimento di un interesse significativo da parte di questi ultimi, sarà la SPV a erogare formalmente il

ampliando il raggio d'azione della SPV e favorendo il finanziamento ed il sostegno delle imprese italiane tramite cartolarizzazione e *funding* del mercato dei capitali. In tal modo, essa viene ad esercitare il credito non solo acquistando crediti già erogati, mediante il c.d. *sub-participation* (art. 7, comma 1 lett. a)<sup>69</sup> o sottoscrivendo obbligazioni, titoli simili o cambiali finanziarie emessi dalle imprese<sup>70</sup>, ma anche concedendo direttamente finanziamenti in favore di queste ultime. Al riguardo, merita di essere osservato come l'erogazione di un finanziamento rientri *ictu oculi* tra le attività soggette a riserva di legge ai sensi dell'art. 106 TUB; anzi, si rileva come, analogamente alle scelte operate dal legislatore con riferimento all'apertura al *direct lending* per i fondi comuni di investimento e le imprese di assicurazione, per nessuna delle tre fattispecie sia stata prevista una deroga *expressis verbis* rispetto alla riserva di attività sancita dal TUB per l'esercizio del credito nei confronti del pubblico in favore di banche e intermediari finanziari *ex art.* 106 TUB<sup>71</sup> e come la Banca d'Italia – nel resoconto della consultazione avviata con riferimento alle citate “*Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari*” – abbia avuto modo di chiarire che, pur espletando un'attività finanziaria riservata, la SPV non sia tenuta all'obbligo di iscrizione nell'Albo Unico e al rispetto delle correlate disposizioni.

In aggiunta a quanto sopra, le SPV hanno visto espandere la propria incisività proprio con specifico riferimento al mercato dei crediti

---

finanziamento e dunque a porre in essere un'attività “riservata”. Sul punto, anche rispetto a quanto *infra*, si veda P. MESSINA, *Cartolarizzazione con concessione di finanziamento: le novità della Legge di Bilancio 2021*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 21 gennaio 2021.

<sup>69</sup> F. DEL MONTE, *Cartolarizzazione con finanziamento e patrimonio destinato ampliato: nuove opportunità di business e garanzie per gli investitori*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 28 maggio 2020.

<sup>70</sup> Il riferimento in questo caso è al c.d. “Decreto Destinazione Italia” (*i.e.* d.l. 23 dicembre 2013, n. 145 convertito in l. 21 febbraio 2014, n. 9). Per una disamina delle modifiche apportate dal Decreto Destinazione Italia e dal Decreto Competitività alle operazioni di cartolarizzazione, si veda V. TROMBETTI, *Le operazioni di cartolarizzazione di crediti commerciali e le recenti modifiche dei decreti Destinazione Italia e Competitività*, in *Bancaria*, 2014, 61.

<sup>71</sup> Tale impostazione è confermata anche dalla sopra citata delibera n. 401 della Banca d'Italia del 7 giugno 2017.

deteriorati<sup>72</sup> sottolineandone il ruolo da esse rivestito nell'ambito della crisi d'impresa e delle procedure concorsuali. Occorre infatti osservare come rispetto all'impianto originario della Legge sulla Cartolarizzazione – soprattutto in forza dell'art. 60-*sexies* della l. 21 giugno 2017, n. 96 che ha introdotto l'art. 7.1 proprio in tema di crediti deteriorati ceduti da banche e intermediari finanziari *ex art.* 106 TUB e che ha congegnato meccanismi volti a rafforzare la fiducia del mercato dei prenditori dei titoli – il veicolo di cartolarizzazione abbia beneficiato di maggiori margini di flessibilità e incentivi tali da renderlo non più un mero soggetto passivo nell'ambito concorsuale, quanto piuttosto un attore che può giocare ruoli rilevanti nell'ottica di perseguimento delle sopra menzionate finalità del concordato successivo, di ristrutturazione finanziaria e di gestione della crisi. È proprio in tale contesto che la Legge sulla Cartolarizzazione prevede specificatamente che la sopra citata possibilità di erogare nuova finanza ai sensi dell'art. 1, comma 1-*ter* divenga funzionale a «migliorare le prospettive di recupero» dei crediti cartolarizzati e a «favorire il ritorno *in bonis* del debitore ceduto», nonché che, nell'ambito di piani di riequilibrio economico e finanziario concordati con il soggetto cedente oppure di accordi di risanamento o di ristrutturazione ai sensi della Legge Fallimentare e del CCII, il veicolo di cartolarizzazione possa (a) sottoscrivere strumenti di *equity* o quasi-*equity* per conversione così da consentire l'esercizio di un controllo effettivo sull'andamento

---

<sup>72</sup> Per una disamina de, *inter alia*, le operazioni di cartolarizzazione quali possibile strumento di gestione degli “attivi problematici”, si veda F. SARTORI, *Sul “diritto della gestione degli attivi problematici (Non Performing Loans)”*: linee dell'evoluzione normativa, in questa *Rivista*, 2018, I, 682 ss.

Pur apprezzando «la condivisibile attenzione con cui il legislatore segue da vicino il grande e delicato “nodo” dei NPL» (si veda, nel contesto delle cartolarizzazioni, anche il d.l. 14 febbraio 2016, che introduce la garanzia del Fondo di garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze), evidenzia le difficoltà di circoscrivere l'esatto perimetro dei «crediti deteriorati in base alle disposizioni dell'autorità competente» a fronte di una proliferazione, nell'ambito dell'ordinamento unionale, di definizioni di NPL, NPE e UTP, P. CARRIÈRE, *Le nuove frontiere della cartolarizzazione*, in questa *Rivista*, 2017, II, 143.

Per un'analisi circa l'efficienza economica delle operazioni di cessione e di cartolarizzazione dei crediti deteriorati, si rinvia a E. BOLOGNESI, C. COMPAGNO, M. GALDIOLO e S. MIANI, *The Npl disposal problem: a comparison between Sale and Securitization*, in *Bancaria*, 2017, 40 ss.

gestionale del debitore durante l'esecuzione del piano<sup>73</sup>; e (b) per la medesima finalità di cui sopra, ma senza il necessario rispetto delle condizioni di cui all'art. 1, comma 1-ter e senza che ad essi si applichi la disciplina in tema di *equitable subordination* di cui all'art. 2467 cod. civ., erogare finanziamenti in favore dell'impresa che si appresta a intraprendere percorsi virtuosi di risanamento.

Le considerazioni che precedono, di taglio prevalentemente funzionale, potrebbero peraltro prestarsi a un'obiezione di segno più schiettamente strutturale: si potrebbe infatti osservare che l'oggetto sociale esclusivo della SPV, per espressa previsione di legge (art. 3 della Legge sulla Cartolarizzazione), resta pur sempre la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione, sicché le ulteriori "attività" che essa può esercitare si porrebbero in termini meramente strumentali e di supporto a tale oggetto e, pur rendendo tali operazioni più dinamiche e maggiormente appetibili sul mercato, non varrebbero a intaccarne la natura sostanziale. Il rilievo non pare tuttavia dirimente per i fini che qui interessano. Da un lato, infatti, la qualificazione di "intermediario finanziario" rilevante per gli artt. 127 l. fall. e 243 CCII va ricostruita a partire dalla *ratio* e dalle finalità proprie di tale *corpus* normativo, e non dalla natura "strutturale" desunta dal TUB (*ut supra* § 3). Dall'altro, proprio l'esclusività dell'oggetto sociale – lungi dal deporre in senso contrario – concorre, unitamente all'evoluzione funzionale appena descritta, a connotare la SPV quale operatore professionale specializzato nella gestione e circolazione dei crediti deteriorati: ed è precisamente tale specializzazione, e non l'astratta riconducibilità al *genus* degli iscritti all'Albo Unico, a giustificare il *favor* concorsuale sotteso alla deroga di cui all'ultimo comma dell'art. 127 l. fall.

Alla luce di quanto precede, analogamente ai fondi di investimento che hanno visto incrementare in modo esponenziale la propria rilevanza

---

<sup>73</sup> Si veda anche F. PLATANIA, *Cartolarizzazioni: nuova finanza ad imprese in crisi e beneficio della prededuzione per le società veicolo*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 18 giugno 2020, secondo cui «L'importanza della norma risulta più significativa ancora ove si consideri che la conversione dei crediti monetari in partecipazioni [...] non è in genere un'opzione molto apprezzata dalle banche creditrici, poco propense a condividere con il debitore il rischio imprenditoriale anche alla luce dei limiti imposti dalle regole di vigilanza».

sostanziale nell'ambito delle procedure concorsuali<sup>74</sup>, ma che, non essendo intermediari finanziari “propriamente detti”, sarebbero anch'essi esclusi dai cessionari legittimati al voto alla luce dell'interpretazione della Cassazione (v. *infra*), anche rispetto alle SPV – le quali rivestono un ruolo sempre più rilevante in tali contesti godendo di “*prerogative*” originariamente riservate allo “status” di intermediario finanziario qualificato (e.g. esenzione da revocatoria per i rimborsi e i finanziamenti erogati) – si palesa la distonia della lettura offerta dalla pronuncia in esame che frustra l'obiettivo perseguito di consentire alle società veicolo di partecipare “in via qualificata” alle procedure concorsuali.

#### 6. *Il servicer dimenticato*

Nel contesto della disamina della pronuncia in commento non può non essere rilevato come nella pronuncia in commento risulti essere completamente pretermessa la figura del c.d. *servicer*<sup>75</sup> ovvero sia del soggetto cui – nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione – viene (si badi, obbligatoriamente) affidato, tramite la sottoscrizione di un apposito contratto di mandato tra la SPV, in qualità di mandante, e lo stesso *servicer*, in qualità di mandatario, l'incarico di riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento e che, in forza del disposto dell'art. 2, comma 6 della Legge sulla Cartolarizzazione, deve essere necessariamente una banca o un intermediario finanziario iscritto all'albo di cui all'art. 106 TUB<sup>76</sup>.

---

<sup>74</sup> P. CARRIÈRE, *Fondi comuni di investimento tra liquidazione giudiziale e soluzioni negoziali della crisi d'impresa*, in *Fall.*, 2014, 617 ss., ID., I “fondi comuni di ristrutturazione”: ricostruzione tipologica e inquadramento sistematico di una nuova fattispecie di OICR, in [www.diritto bancario.it](http://www.diritto bancario.it), 19 aprile 2016 e M. FABIANI, *Il fondo di investimento come protagonista dei concordati*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 897 ss.

<sup>75</sup> Talvolta ci si riferisce a tale figura con la locuzione di “*master servicer*”. Ad essa sono specificatamente dedicate le previsioni di cui alla sezione intitolata “*Principi organizzativi relativi a specifiche attività o profili di rischio*” contenuta nel Titolo III, Capitolo 1, della citata Circolare della Banca d'Italia, 3 aprile 2015, n. 288.

<sup>76</sup> La funzione di *servicer* può essere affidata anche allo stesso soggetto cedente qualora sia una banca o un intermediario finanziario ex art. 106 TUB (si veda R. CAMPIONE, *La cartolarizzazione del credito nella prospettiva del rapporto tra originator e debitori ceduti: profili civilistici*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2018, 1485).

In particolare, quantomeno nella configurazione originaria immaginata dal legislatore, il *servicer* costituisce l'anello operativo e insieme il presidio di sistema delle cartolarizzazioni: ad esso infatti competono la gestione del ciclo quotidiano dei rapporti che rendono effettiva la trasformazione degli attivi illiquidi in flussi destinati ai portatori di titoli, la funzione recuperatoria dei crediti cartolarizzati, nonché la verifica della conformità alla legge e al prospetto informativo delle operazioni poste in essere dalla società cessionaria dei crediti, «compito di evidente rilevanza per assicurare la correttezza nello svolgimento dell'operazione nel suo complesso, in funzione di tutela degli interessi dei portatori dei titoli emessi»<sup>77</sup>. Ed è proprio per la delicatezza dei compiti attribuiti al *servicer* che la Legge sulla Cartolarizzazione opta per riservare l'espletamento di tali attività a soggetti dotati di particolare affidabilità e sottoposti ai controlli prudenziali da parte della Banca d'Italia così da assicurare un effettivo presidio di conformità sulle operazioni di cartolarizzazione<sup>78</sup> e tutelare il risparmio e la stabilità dei mercati finanziari in attuazione di quanto previsto dall'art. 47, comma 1 Cost.

Per quanto qui di interesse, preme rilevare come oltre alle funzioni di natura operativa connesse all'attività di recupero dei crediti ceduti e ai servizi di cassa e pagamento<sup>79</sup> il cui espletamento è funzionale, *inter alia*, a garantire l'effettività della *cash segregation* e, quindi, tutelare l'interesse dei *noteholders*, in capo al *servicer* gravino anche pregnanti obblighi di garanzia e di verifica della regolarità dell'operazione rispetto tanto al prospetto informativo, quanto alla legge, nell'interesse dei portatori dei titoli e del mercato; obblighi che – come chiarito dalla

---

<sup>77</sup> A. CINQUE, sub *Art. 2, commi 6 e 3 lett. c)*, in *op. cit.*, P. FERRO-LUZZI e C. PISANTI (a cura di), 235.

<sup>78</sup> In questi termini si esprime anche la Banca d'Italia nella Comunicazione, *Servicers in operazioni di cartolarizzazione. Profili di rischio e linee di vigilanza*, 10 novembre 2021.

<sup>79</sup> Si evidenzia sin da ora come mentre l'attività di recupero dei crediti non costituisce attività riservata a banche e intermediari finanziari iscritti nell'Albo Unico, lo sono invece i servizi di cassa e pagamento in quanto rappresentano un'attività tipicamente finanziaria coinvolgendo il trasferimento di fondi. Affronta la riserva di attività di *servicing*, M. NATALE, *Problemi attuali in tema di cessione dei crediti in blocco*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2024, I, 905 ss.

Sotto il profilo penalistico, si veda di recente Trib. Pavia, 5 novembre 2025, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

Banca d'Italia in una propria Comunicazione<sup>80</sup> – non sono in alcun modo delegabili a soggetti terzi. Non è un caso che, proprio con riferimento alla funzione volta a sovrintendere alla regolarità dell'operazione, lo stesso disegno di legge n. 5058 presentato il 7 luglio 1998 relativo alla Legge sulla Cartolarizzazione affermi che «sulla falsariga delle esperienze estere, il presente disegno di legge introduce la figura del *trustee*, al quale è affidato il compito di verificare la regolarità delle operazioni alla luce della legge e del programma (comma 2)» e la dottrina abbia ravvisato delle similitudini tra il ruolo del *servicer* e quello del c.d. *protector* nelle operazioni di *trust*<sup>81</sup>.

Al riguardo, ci si potrebbe interrogare se l'obbligo in capo al *servicer* di cui all'art. 2, comma 6-*bis* della Legge sulla Cartolarizzazione sia in sé idoneo o meno a ricomprendere anche una forma di *duty of control* sul corretto esercizio del diritto di voto da parte della SPV nel contesto del concordato successivo. Non vi è dubbio che, soprattutto dopo l'entrata in vigore del Codice della Crisi e le modifiche apportate all'art. 243 CCII, un'eventuale espressione del voto da parte di un soggetto legittimato in conflitto di interesse sia *contra legem*; tuttavia, il tenore letterale della Legge sulla Cartolarizzazione – discorrendo di obbligo di verifica da parte del *servicer* a che le “operazioni” siano conformi alla legge ed al prospetto informativo – potrebbe indurre a ritenere che il legislatore abbia inteso riferirsi unicamente ad una forma di regolarità formale e tecnica dell’“operazione” di cartolarizzazione strettamente intesa (*i.e.*, in prima approssimazione, acquisto dei crediti ed emissione dei titoli) e non anche ad una conformità alla legge dei singoli atti posti in essere dalla SPV nella “gestione quotidiana” degli *assets* cartolarizzati. Una simile interpretazione restrittiva parrebbe però destinata a svuotare di significato l'obbligo in capo al *servicer* e soprattutto (*i*) si rilevarebbe non conforme alla sopra citata *ratio* di tutela del mercato e dei portatori dei titoli, i quali potrebbero aver voluto – tra le altre cose – investire specificatamente in crediti vantati nei confronti di una società in concordato successivo legando quindi

---

<sup>80</sup> Ci si riferisce alla Comunicazione dell'11 novembre 2021 intitolata “*Servicers in operazioni di cartolarizzazione. Profili di rischio e linee di vigilanza*”.

<sup>81</sup> Così, D. GALLETTI, sub Art. 2, in Legge 30 aprile 1999, n. 130, *Disposizione sulla cartolarizzazione dei crediti*, A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), in *Nuove leggi civ. comm.*, 2000, 1051 ss. Parallelismi sono stati instaurati anche rispetto alle funzioni svolte dal soggetto depositario dei fondi comuni e delle SICAV di cui al TUF.

indissolubilmente le sorti del proprio investimento a quelle della proposta concordataria, nonché (ii) si allontanerebbe ingiustificatamente dall'evoluzione che il veicolo di cartolarizzazione ha subito e dalla correlata espansione delle proprie facoltà.

La pregnanza di tale funzione di garanzia del *servicer*, anche nell'attività più operativa di riscossione dei crediti e di gestione dei rapporti con i debitori ceduti, non a caso è stata valorizzata dalla stessa giurisprudenza sviluppatasi soprattutto in tema di legittimazione processuale nella dialettica tra *servicer* e l'altra figura, estremamente ricorrente nella prassi delle operazioni di cartolarizzazione a fronte della sua specializzazione, nota come “*special servicer*” o “*sub-servicer*”. Infatti, la materiale esecuzione delle sopra descritte attività si articola sovente su più livelli<sup>82</sup>: tipicamente la SPV procede a incaricare il *servicer* o *master servicer* dell'attività di recupero e riscossione dei crediti, il quale, a propria volta, delega lo svolgimento concreto di tali attività a uno *special servicer* munito di licenza ai sensi dell'art. 115 del R.D. 18 giugno 1931, n. 773 (TULPS), consentendo così al primo di assumere il ruolo di responsabile istituzionale e, al secondo, di espletare le funzioni operative direttamente legate alla riscossione dei crediti ceduti. Una simile prassi è stata oggetto di plurime pronunce giurisprudenziali soprattutto con riferimento alle contestazioni mosse in particolar modo dai debitori ceduti, in forza delle quali è stata sostenuta una trasformazione del *master servicer* in un semplice burattino ed è stato eccepito un asserito difetto di capacità di stare in giudizio in capo allo *special servicer* per contrarietà a norma imperativa in quanto sprovvisto della licenza ex art. 106 TUB.

Al di là dei diversi esiti cui giungono i giudici di merito e di legittimità sullo specifico punto (*i.e.* validità o nullità ex art. 1418 cod. civ. degli atti posti in essere dallo *special servicer*)<sup>83</sup> e che attengono

---

<sup>82</sup> È proprio a tale prassi che si riferisce la citata comunicazione di Banca d'Italia dell'11 novembre 2021.

<sup>83</sup> Si veda in particolare Cass., 18 marzo 2024, n. 7243, in *Società*, 2024, 983 con nota di DE POLI che qualifica come «artificiosa e destituita di fondamento» l'eccezione mossa dal debitore ceduto al riguardo posto che le norme di cui all'art. 2, comma 6 della Legge sulla Cartolarizzazione e all'art. 106 TUB «non hanno alcuna valenza civilistica, ma attengono alla regolamentazione (amministrativa) del settore bancario (e, più in generale, delle attività finanziarie), la cui rilevanza pubblicistica è specificatamente tutelata dal sistema dei controlli e dei poteri (anche sanzionatori) facenti capo all'autorità di vigilanza (cioè la Banca d'Italia) e presidiati da norme

piuttosto alla qualificazione giuridica – in termini di imperatività o meno – delle *regulae iuris* di cui alla Legge sulla Cartolarizzazione a proposito dei *servicer*, tutte le pronunce non mancano di valorizzare il ruolo del “soggetto incaricato della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e pagamento” in chiave di garanzia nei confronti degli investitori, dei debitori ceduti e del mercato. Ad un simile ruolo di “garante” del mandatario della SPV non viene dedicato alcun accenno da parte della Cassazione. Ciò pare disvelare un’aporia di fondo nella lettura restrittiva operata dalla Corte: quest’ultima, infatti, al di là della propria argomentazione principale fondata sull’alterità di essenza tra le due categorie di soggetti (*ut supra* §§ 3 e 5), comunque omette un profilo strutturale dell’operazione che, invece, per espressa previsione di legge, si dovrebbe palesare come rilevante. Si lascia così intendere che quegli stessi soggetti (*i.e.* banche e intermediari finanziari ex art. 106 TUB) che sono legittimati al voto poiché ritenuti dal legislatore presuntivamente affidabili, sembrerebbero poi non essere più in grado di farsi “garanti” del fine perseguito dall’art. 127, ultimo comma quando rivestono il ruolo di *servicer* e a votare sia, per il loro tramite, un veicolo di cartolarizzazione. Il *servicer*, nella pronuncia in commento, subisce dunque la stessa “fine” del celebre “Limone

---

penali». A commento della medesima pronuncia, particolarmente critici sul punto sono A.M. TEDOLDI e P. CAGLIARI, *Cartolarizzazioni, legittimazione ad agire e titolarità dei crediti nell’apolidia finanziaria*, in *Giur. it.*, 2025, 68 ss. secondo i quali «la perentoria esclusione [...] della nullità virtuale per difetto di valenza civilistica delle norme sulle cartolarizzazioni dei crediti [...] che demandano a un *servicer* iscritto nell’elenco di cui all’art. 106 t.u.b. lo svolgimento delle attività di riscossione e di controllo dell’operazione appare giustificata più da ragioni generali di politica del diritto e del processo, che dalla natura, indubbiamente imperativa e di ordine pubblico economico, di tali *regulae iuris*, volte come sono a proteggere l’interesse della platea degli investitori e l’integrità dei mercati finanziari [...]».

Si osservi, tuttavia, che tale principio di diritto non sembra poi essere stato accolto unanimemente dalla giurisprudenza di merito successiva. Si vedano, a titolo esemplificativo, Trib. Brindisi (ord.), 16 aprile 2024, in *Onelegale* (a cui fa seguito la pronuncia Cass., Sez. Un. (decreto), 17 maggio 2024, n. 13749, in [www.dirittodelrisparmio.it](http://www.dirittodelrisparmio.it), che ribadisce il principio di diritto espresso da Cass., 18 marzo 2024, n. 7243), Trib. Alessandria (ord.), 17 giugno 2024, in *Onelegale*, Trib. Firenze (ord.), 14 agosto 2024, in *Onelegale* e Trib. Firenze, 9 ottobre 2025, n. 3212, in [www.dirittodelrisparmio.it](http://www.dirittodelrisparmio.it).

Dimenticato” nell’iconico piatto di Terry Giacomello, senza però che i risultati siano parimenti convincenti<sup>84</sup>.

### 7. I possibili corollari dell’interpretazione offerta dalla Corte

Un’interpretazione rigida come quella operata dalla Cassazione<sup>85</sup> che àncora di *default* la locuzione “altri intermediari finanziari” alla

---

<sup>84</sup> Valorizzano il ruolo del *servicer* in una nota a commento della pronuncia in esame anche A. PEZZANO e L. PIZZI, *Il voto degli “altri intermediari finanziari” nel concordato (fallimentare e) nella liquidazione giudiziale*, in *Fall.*, 2025, 1311 ss. Secondo gli A., facendo propria un’argomentazione sviluppata anche dal *servicer* nel controricorso, «la Corte ha dunque propugnato un’interpretazione rigorosamente letterale della disposizione di cui all’art. 127, comma 7 l.fall., condivisibile rispetto al voto diretto ad opera di una società di cartolarizzazione, ma non allorché il voto risulti espresso, con mandato con rappresentanza *ex lege* della SPV, a cura di un mandatario/*servicer*» e concludono quindi che «tali mandatarî/*servicers* possono senz’altro (anche) votare nel concordato fallimentare (come in quello nella liquidazione giudiziale), per così curare al meglio la gestione del credito della mandante SPV». Tale conclusione, per come impostata, non pare completamente persuasiva poiché il legame contrattuale che lega la SPV al *servicer* è pur sempre un contratto di mandato con rappresentanza e, pertanto, i presupposti per la legittimazione al voto andranno verificati in capo al mandante (che, seguendo la rigida interpretazione della S.C., ne sarebbe sprovvisto) e non in capo al mandatario. In altri termini, pare difficile sostenere che – sol perché il *servicer* risulta munito di licenza *ex* 106 TUB – possa validamente compiere atti giuridici (*i.e.* espressione del diritto di voto) in nome e per conto della SPV, soggetto non avente la stessa licenza (e dunque sprovvisto di quel presupposto che la Corte ritiene essenziale per il valido esercizio del diritto di voto).

<sup>85</sup> Pare inoltre alquanto semplicistica e ingenua l’“alternativa” proposta dalla Corte secondo la quale, qualora volessero assicurarsi il diritto di voto, sarebbe sufficiente che le SPV procedessero all’iscrizione nell’Albo Unico posto che ad esse «non è preclusa la possibilità di operare quale intermediario finanziario ottenendo tale status professionale, soggetto a costante controllo, mediante l’iscrizione all’albo previsto dall’art. 106». Come precedentemente evidenziato, infatti, la struttura del veicolo di cartolarizzazione nasce volutamente come agevole e flessibile, il che pare incompatibile con i requisiti di cui all’art. 107 TUB e i relativi corollari di disciplina. Non a caso il legislatore, sin dal 2010, ha optato per la loro derubricazione. Inoltre, tale soluzione si scontra con l’esclusività dell’oggetto sociale che caratterizza tanto la SPV (ai sensi dell’art. 3 della Legge della Cartolarizzazione) quanto degli intermediari finanziari “propriamente detti” (che, ai sensi dell’art. 107, comma 1 lett. g) TUB, deve essere limitato alle sole attività di cui ai commi 1 e 2 dell’art. 106 TUB).

La recisa esclusione operata dalla Cassazione avrebbe piuttosto potuto trovare un temperamento interpretativo nell’attribuzione della legittimazione al voto anche a

definizione di cui al TUB, oltre a presupporre un linguaggio del legislatore che sia realmente privo di qualsivoglia ambiguità – ipotesi, questa, che non pare ricorrere nel caso di specie a fronte dell'utilizzo della generica locuzione “altri intermediari finanziari”, dell'effettiva difficoltà di ricostruire la nozione di intermediari finanziari, nonché della presenza di plurime nozioni al riguardo nell'ordinamento nazionale e unionale – rischia di condurre ad esiti irragionevoli.

Si considerino, a titolo esemplificativo, le ipotesi di operazioni di cartolarizzazione c.d. “*carta contro carta*” o “*autocartolarizzazioni*” in cui le banche *originator* cedono il proprio portafoglio, compensando il proprio credito da prezzo con il prezzo di sottoscrizione dei titoli emessi dalla SPV. In tal caso, infatti, qualora la cessione in favore della SPV intervenisse in un momento successivo alla dichiarazione di fallimento, le banche in qualità di unici portatori dei titoli – quindi potenzialmente anche con rilevanti poteri di influenza (e.g. istruire la SPV a esprimere il proprio voto, soprattutto nel contesto di operazioni c.d. *single name* in cui l'intero valore economico dell'operazione è rimesso al recupero dei crediti vantati nei confronti de, nel caso di specie, la società in concordato fallimentare) – si troverebbero *d'emblée* private del diritto di voto, pur continuando ad essere “indiretti” e pressoché esclusivi beneficiari dei proventi rinvenienti dal recupero dei crediti.

Oppure, si considerino le ipotesi di quegli ulteriori “intermediari finanziari”, quali le società di gestione del risparmio e le imprese di assicurazione, che – ancor più rispetto alle società di cartolarizzazione dati i controlli parimenti pregnanti cui sono sottoposte (Banca d'Italia e Consob per le prime; IVASS per le seconde) – dovrebbero essere in grado di garantire quella “correttezza e affidabilità” tali da ridurre il rischio di “mercato di voti”, ma che, a fronte di un'interpretazione del dettato normativo volta ad ancorare la locuzione “altri intermediari finanziari” alla nozione di cui all'art. 1, comma 2 lett. g) TUB, sarebbero destinati a vedersi privati del diritto di voto. Con riferimento a tali soggetti, le conseguenze che deriverebbero dall'applicazione della

---

intermediari finanziari non propriamente detti a fronte di un loro obbligo di esprimere il voto attenendosi ai medesimi criteri e con la medesima diligenza professionale di banche e intermediari finanziari iscritti all'Albo Unico. Del resto, votare nel contesto di un concordato implica profonde valutazioni circa la fattibilità del piano posto alla base della proposta concordataria, valutazioni – queste – che presentano forti analogie con quelle operate al momento della concessione del credito.

lettura della Cassazione appaiono *a fortiori* incongrue qualora si volesse ricostruire la *ratio* della deroga di cui all'ultimo comma dell'art. 127 l. fall. ancorandola integralmente alle variabili soggettive delle entità in favore delle quali è prevista una simile eccezione. In tal caso, infatti, sulla scorta delle argomentazioni della Corte, parrebbe che unicamente la vigilanza e i controlli cui sono soggette le entità iscritte all'Albo Unico *ex art.* 106 TUB siano in grado di assicurare l'affidabilità dei cessionari legittimandone il voto in caso di cessione dei crediti *post* sentenza dichiarativa di fallimento.

Oppure, ancora, applicando il principio di diritto espresso dalla Cassazione nella pronuncia in esame, si dovrebbe giungere alla conclusione che anche la nuova figura del “gestore di crediti in sofferenza” introdotta dal legislatore con il d. lgs. 30 luglio 2024, n. 116 di recepimento della c.d. *Secondary Market Directive*<sup>86</sup> – che, come si evince dai relativi *considerando*, persegue l'obiettivo di ridurre gli attuali *stock* di crediti deteriorati e di prevenire un eventuale eccessivo accumulo in futuro dei crediti deteriorati – dovrebbe essere esclusa dai soggetti legittimati al voto qualora l'acquirente dei crediti si sia reso cessionario successivamente alla sentenza di apertura della liquidazione giudiziale. Ci troveremmo dunque di fronte a una nuova figura professionale ideata *ex lege* precipuamente allo scopo di gestire crediti in sofferenza, autorizzata e vigilata dalla Banca d'Italia ed iscritta ad apposito albo (artt. 114.5, 114.6 e 114.11 TUB)<sup>87</sup>, nonché tenuta ad

---

<sup>86</sup> Sul punto si vedano A.A. DOLMETTA, U. MALVAGNA e A.M. AROMOLO DE RINALDIS, *Gestori di NPL: ragioni di perplessità sullo schema di decreto legislativo di attuazione della direttiva UE 2021/2167*, in *Dialoghi dir. ec.*, 2024, 247 ss., M. TRECCANI, *Sulle attività di acquisto e gestione di crediti in sofferenza, tra riserva di legge e paradigmi contrattuali*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2025, 483 ss., C. TESTORI, *Acquisto e gestione di crediti in sofferenza. Libertà e tutele nel D.Lgs. 30 luglio 2024, n. 116 e nelle disposizioni attuative della Banca d'Italia*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2025, 523 ss., M. INDOLFI, *La gestione dei crediti in sofferenza: come la festinazione dei fondi ricevuti dal debitore orienta la funzione gestoria*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2025, 539 ss. e N. DE PACE, *Le nuove tutele per i debitori ceduti nel mercato dei crediti deteriorati*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2025, 552 ss.

<sup>87</sup> Si vedano al riguardo anche le “*Disposizioni di vigilanza per la gestione di crediti in sofferenza*” pubblicate nella Gazzetta Ufficiale, Serie Generale n. 55 del 7 marzo 2025 (Supplemento Ordinario n. 6). Per i fini di cui al presente commento si evidenziano, a titolo esemplificativo, il necessario possesso in capo ai titolari di partecipazioni qualificate dei requisiti di cui all'art. 19 TUB, il possesso in capo ai

operare conformandosi a, *inter alia*, criteri di correttezza, diligenza e trasparenza, la quale però, non essendo un intermediario finanziario “propriamente detto”, non sarebbe legittimato ad esprimere il voto sia per conto proprio, sia *a fortiori* per conto di acquirenti terzi.

## 8. Conclusioni

Alla luce di quanto precede, non paiono condivisibili le argomentazioni della Corte di cassazione adottate al fine di (i) dimostrare come la corte distrettuale sia incorsa in una «evidente forzatura normativa» e, conseguentemente (ii) escludere radicalmente i veicoli di cartolarizzazione dal novero dei soggetti legittimati al voto nel contesto del concordato fallimentare o della liquidazione giudiziale a fronte di un’asserita univocità del tenore letterale del disposto di cui all’ultimo comma dell’art. 127 l. fall. o dell’art. 243 CCII.

Infatti, occorre anzitutto considerare come l’istituto del concordato successivo abbia visto accentuare, nella sua evoluzione normativa, i propri profili negoziali e privatistici<sup>88</sup> (v. § 2.1), venendosi a configurare come una sorta di oasi privatistica nel contesto pubblicistico della procedura fallimentare «suscettibile di essere riempito del più vario contenuto dall’autonomia dei privati interessati»<sup>89</sup>. Preso atto, pertanto, della natura (anche negoziale) del concordato, l’attribuzione del voto a tutti i creditori falciati parrebbe dover essere la regola generale da prendere in considerazione, con la

---

componenti degli organi sociali di specifici requisiti di onorabilità e professionalità, nonché i penetranti poteri ispettivi e di vigilanza demandati alla Banca d’Italia.

<sup>88</sup> Al riguardo si veda la relazione di accompagnamento al d. lgs. 9 gennaio 2006, n. 5 che enfatizza la «forte caratterizzazione privatistica» assunta dal concordato fallimentare.

In dottrina si evidenzia come la nuova disciplina del concordato fallimentare sia espressione – al pari di quella del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione – della tendenza alla “privatizzazione” o alla degiurisdizionalizzazione” delle procedure concorsuali (così, M. FABIANI, *Contratto e processo nel concordato fallimentare*, Torino, 2009, 78). In termini critici, L. STANGHELLINI, *op. cit.*, 1950 secondo cui l’accelerazione andrebbe presa con molta cautela.

<sup>89</sup> Pur a fronte della previsione di taluni requisiti minimi indispensabili volti a evitare che lo stesso «possa essere snaturato e piegato ad abusi e finalità speculative» (così, E. NORELLI, *La sistemazione dell’insolvenza attraverso il nuovo concordato fallimentare*, in *Riv. esec. forz.*, 2006, 274 ss.).

conseguenza che non sembra «dubitabile che ogni norma che ponga un divieto al voto debba essere interpretata in senso stretto e che all'opposto ogni regola che attribuisca tale diritto anche in eccezione al divieto altro non sia che l'affermazione di un principio di carattere generale meritevole, in quanto tale, di interpretazione estensiva»<sup>90</sup>.

Non solo: il Codice della Crisi, nel confermare tale impianto negoziale del concordato nella liquidazione giudiziale, ha aspirato altresì a renderlo uno strumento più appetibile, perseguendo il medesimo obiettivo (forse disatteso) della riforma del 2006, ovvero la trasformazione del concordato endoliquidatorio in «un'opportunità economica aggiuntiva, una possibilità ulteriore di lecito profitto derivante dall'assunzione in proprio del rischio imprenditoriale»<sup>91</sup>. Le (nuove) fattezze del concordato nella liquidazione giudiziale configurate dal legislatore – consapevole che un'impresa in stato di insolvenza possa comunque presentare un'utilità appetibile sulla quale investire – sembrano ambire a rispondere in termini adeguati alle aspettative in esso riposte e rappresentate non soltanto da una sollecita e favorevole esdebitazione concordataria del debitore, ma anche da una rilevante e concreta opportunità per la ripresa dell'attività d'impresa nell'auspicio di una nuova primavera imprenditoriale che non disperda i valori aziendali. Prescindendo dalle opinioni espresse in relazione alla

---

<sup>90</sup> G. DI CECCO, *op. cit.*, 1741. L'A., infatti, conclude che «se così è, se ne deduce che l'eccezione al divieto di voto posto a favore degli intermediari finanziari è norma da interpretarsi in senso ampio».

<sup>91</sup> A. LA MALFA, *L'ammissione alla procedura*, in *Trattato delle procedure concorsuali*, IV, L. GHIA, C. PICCININNI e F. SEVERINI (a cura di), Torino, 2011, 5. Sul punto anche A. PEZZANO e M. RATTI, *Il nuovo concordato "finale": i tratti salienti del (finalmente) incentivato concordato nella liquidazione giudiziale*, in *Diritto della crisi*, 12 febbraio 2025. Gli A., in altro contributo (A. PEZZANO e M. RATTI, *Il nuovo concordato nella liquidazione giudiziale*, in *La riforma del fallimento, Il nuovo codice della crisi di impresa e dell'insolvenza*, Italia Oggi, serie speciale n. 2, Anno 29, 23 gennaio 2019, 234) fors'anche oltre il necessario, ravvisano – nella modifica apportata al comma 5 del CCII relativamente al conflitto di interessi – un eccesso di delega perché, *inter alia*, in contrasto con il principio di incentivare il concordato giudiziale.

Vi è chi, già sotto la vigenza della Legge Fallimentare, evidenziava come si potesse parlare di «mutazione genetica del concordato» connotata da un'estensione del fine dello stesso sino a ricomprendere la salvaguardia dei valori dell'impresa (così, L. STANGHELLINI, *op. cit.*, 1948).

loro incisività rispetto all'obiettivo prefigurato<sup>92</sup>, le riforme susseguitesì nel tempo sono senza dubbio risultate orientate a una rivitalizzazione dello strumento in questione. Tale rivitalizzazione e il ruolo che può essere potenzialmente giocato dalla SPV in tal senso (al pari, ad esempio, dei fondi di investimento; v. § 7), invece, appaiono dissonanti rispetto alla lettura offerta dalla Cassazione con la pronuncia in commento soprattutto qualora – come pare potersi sostenere – non si intenda più relegare il concordato endoliquidatorio a mera forma di estinzione della procedura di liquidazione giudiziale, ma piuttosto si valorizzi la sua idoneità a preservare la residua capacità produttiva dell'impresa e, in tale contesto e alla luce di un simile obiettivo, si cerchi di incentivare la partecipazione di soggetti (direttamente o, anche nel caso della SPV, indirettamente per il tramite di agenti all'uopo nominati) fortemente specializzati nella gestione (economicamente fruttuosa) della crisi<sup>93</sup> (v. § 5).

Inoltre, una simile lettura – oltre a condurre ad esiti irragionevoli (v. § 7) – appare dissonante rispetto alla *ratio* dell'art. 127, ult. comma l. fall. (v. § 2.2) e si risolve nell'impedire aprioristicamente l'esercizio del diritto di voto proprio da parte di quei soggetti che si occupano professionalmente del mercato dei crediti deteriorati – *in primis* nello scenario delle procedure concorsuali – anche alla luce di un contesto normativo che ha cercato di accrescere il ruolo rivestito dai veicoli di cartolarizzazione nell'ambito di tali procedure, senza tuttavia avere la pretesa di sostenere illusoriamente che «la cartolarizzazione dei crediti

---

<sup>92</sup> Si è tuttavia rappresentato come i risultati siano stati «scoraggianti» (M. FABIANI, *Il concordato fallimentare*, in *Tratt. Vassalli*, Torino, 2014, 860, il quale sottolinea come le proposte concordatarie di soggetti terzi anziché essere valorizzate quali salutarì apporti esterni all'impresa tali da assicurare il sano andamento del mercato venivano piuttosto viste come iniziative “in odio al fallito”) e come siano rimaste deluse le aspettative di costruire il concordato fallimentare quale «pungolo indiretto nei confronti dell'imprenditore reticente ad assumere una decisione tempestiva e preventiva per risolvere la crisi», nonché quale occasione finalizzata a conservare, per quanto possibile, valori produttivi ovvero quale opportunità di investimento che consenta di vivacizzare il mercato (S. PACCHI e G. CIRILLO, *Concordato nella liquidazione giudiziale*, in *Crisi d'impresa e procedure concorsuali*, O. CAGNASSO e L. PANZANI (diretto da), Milano, 2025, 1295).

<sup>93</sup> Evidenzia l'ingresso di operatori professionali in un mercato *distressed* relativamente al concordato nella liquidazione giudiziale anche M. FABIANI, *Spigolature su alcune novità in materia di liquidazione giudiziale e di concordato nella liquidazione giudiziale*, in *Fall.*, 2025, 84.

possa trasformare in oro, a mo' di Re Mida del terzo millennio, un panorama desolante»<sup>94</sup>.

Pare infine che un'interpretazione estensiva dell'ultimo comma dell'art. 127 l. fall. o dell'art. 243 CCII in favore dei veicoli di cartolarizzazione dei crediti, che tenga in debito conto le finalità perseguite dal legislatore concorsuale con tale previsione, non sia in ogni caso idonea a ingenerare preoccupazioni circa un asserito incentivo giurisprudenziale alla proliferazione di fenomeni di incetta di voti e di manovre speculative, posto che – come del resto già evidenziato dalla dottrina con riferimento alle banche e agli intermediari finanziari propriamente detti – in tal caso l'eccezione ivi prevista in favore del sistema finanziario sarebbe comunque inesorabilmente destinata a cedere espandendosi nei loro confronti la regola dell'esclusione dal voto per conflitto di interessi<sup>95</sup>.

---

<sup>94</sup> L'espressione è ripresa dall'introduzione del volume collattaneo R. PARDOLESI (a cura di), *op. cit.*, 17. Conviene con tale conclusione anche E. SABINO, *La Cassazione nega l'equiparazione delle società veicolo di cartolarizzazione agli intermediari finanziari: spunti per una riflessione*, in *Giur. it.*, 2025, 2333 ss. secondo cui la lettura offerta dalla Corte appare "disarmonica" con l'approccio adottato dal legislatore che «sembra essere indubbiamente orientato a rendere maggiormente flessibili e dinamiche le cartolarizzazioni, sul presupposto che ciò possa tradursi in maggiore probabilità di successo delle operazioni medesime e nel coinvolgimento di una platea sempre più ampia di investitori».

<sup>95</sup> G. BUCCARELLA, *Il concordato nel corso della liquidazione giudiziale*, cit., 2572. Del resto, come evidenziato anche da F. DI MARZIO, "Contratto" e "deliberazione" nella gestione della crisi di impresa, in *Autonomia negoziale e crisi di impresa*, F. DI MARZIO e F. MACARIO (a cura di), Milano, 2010, 114, il divieto di voto in conflitto di interessi integra un principio generale applicabile ad ogni fattispecie deliberativa che si manifesterebbe anche in ambito concorsuale.