

ATTUALITÀ

La cartolarizzazione dei proventi da partecipazioni societarie

28 Ottobre 2026

Vanessa Solimeno, Managing Partner, Intellexia



Vanessa Solimeno, Managing Partner,
Intellexia

> Vanessa Solimeno

Vanessa Solimeno si occupa prevalentemente di finanza strutturata e diritto bancario e finanziario, offrendo consulenza a favore di investitori istituzionali e/o privati, in materia di cessioni e cartolarizzazioni di asset di varia natura (commerciali, not performing, UTP, consumer, ipotecari, pubblici sanitari, ecc.); finanziamenti; emissione obbligazionarie, mini bond e titoli di debito e operazioni di crediti commerciali per mezzo di piattaforme Fin-Tech e istituti di pagamento.

1. La modifica normativa e la nuova formulazione dell'art. 7, comma 1, lett. b-bis)

La Legge 11 marzo 2026 n. 34 ha modificato la disciplina contenuta nella Legge 30 aprile 1999 n. 130 (**"Legge 130"**), ampliando il perimetro applicativo delle operazioni di cartolarizzazione di cui all'art. 7.2 della stessa Legge 130.

In particolare, l'art. 7, comma 1, lett. b-bis), nella formulazione vigente (come da ultimo modificata), prevede l'applicazione della Legge 130:

*"alle operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla titolarità, in capo alla società di cui all'articolo 7.2, di beni immobili, **beni mobili anche registrati** e diritti reali o personali aventi ad oggetto i medesimi beni"*

La modifica normativa assume particolare rilievo in quanto:

- a) supera il tradizionale perimetro della cartolarizzazione "credit-based";
- b) introduce una nozione ampia di attivi suscettibili di segregazione (tutti i beni mobili);
- c) concentra l'attenzione non tanto sul bene in sé, quanto sui "proventi derivanti dalla titolarità" dello stesso.

La ratio della novella appare chiaramente orientata:

- 1. all'ampliamento delle asset class cartolarizzabili;
- 2. alla valorizzazione di attivi illiquidi;
- 3. all'utilizzo della Legge 130 quale strumento di finanza strutturata applicabile a patrimoni produttivi di flussi.

La nuova formulazione della norma non contiene limitazioni tipologiche in relazione alla categoria dei **"beni mobili"**, né richiami a categorie tassative di beni.

Ne consegue che la nozione deve essere interpretata secondo i principi generali dell'ordinamento ci-

vile.

2. La definizione di “beni mobili” nella dottrina e nella giurisprudenza e le possibilità applicative della nuova disciplina

Ai sensi dell’art. 812 c.c., sono beni mobili *“tutti i beni che non sono immobili”*¹.

La categoria dei beni mobili assume pertanto carattere residuale ed estremamente ampio.

Secondo l’orientamento consolidato della dottrina civilistica:

- a) le partecipazioni societarie;
- b) gli strumenti finanziari;
- c) i diritti incorporati in titoli;
- d) le posizioni contrattuali patrimonialmente valutabili;

costituiscono beni mobili immateriali suscettibili di trasferimento, pegno, vincolo di destinazione e valorizzazione economica.

Anche la giurisprudenza civile e commerciale² riconosce pacificamente alle partecipazioni societarie natura di bene mobile immateriale, autonomia patrimoniale³, nonché suscettibilità di circolazione⁴ e

¹ Sul punto, cfr. C.M. Bianca, Diritto Civile, Vol. VI, La Proprietà, Giuffrè, *“la categoria dei beni mobili comprende tutti i beni diversi dagli immobili, inclusi i beni immateriali suscettibili di utilità economica e circolazione giuridica”*.

² Cass. Civ., Sez. Unite, 27 febbraio 1985, n. 1720, *“le partecipazioni societarie costituiscono beni giuridici autonomi e suscettibili di autonoma valutazione economica”*. Cass. Civ., Sez. I, 21 ottobre 1995, n. 10970, con il seguente principio di diritto *“la partecipazione sociale è suscettibile di pegno e di espropriazione in quanto bene mobile immateriale”*;

³ Sul punto cfr. G.B. Ferri Jr., Le partecipazioni sociali come oggetto di diritti, in Riv. dir. comm., *“la partecipazione sociale costituisce una posizione giuridica complessa, avente autonoma rilevanza patrimoniale e natura di bene mobile immateriale”*

⁴ Sul punto cfr. G.F. Campobasso, Diritto Commerciale, Vol. 2, Diritto delle Società, UTET, *“la partecipazione sociale costituisce un bene immateriale dotato di autonomo valore patrimoniale e suscettibile di atti di disposizione”*;

garanzia⁵.

In assenza di limitazioni espresse nella formulazione dell’art. 7, comma 1, lett. b-bis), deve pertanto ritenersi che la nozione di “beni mobili” possa includere anche le partecipazioni societarie.

Tale interpretazione appare coerente con l’evoluzione funzionale della Legge 130, progressivamente trasformata:

- a) da strumento di smobilizzo di crediti;
- b) a strumento generale di segregazione di attivi produttivi di flussi⁶.

La stessa evoluzione normativa che ha condotto all’introduzione delle cartolarizzazioni immobiliari e, successivamente, delle operazioni di de-stocking aventi ad oggetto magazzino e inventory, dimostra come il legislatore abbia inteso ampliare progressivamente il novero degli attivi cartolarizzabili.

In tale contesto, le partecipazioni societarie costituiscono una naturale evoluzione applicativa della disciplina.

3. L’applicabilità ai proventi derivanti da quote societarie

La struttura ipotizzata non avrebbe ad oggetto la “cartolarizzazione delle quote societarie” in quanto tali, bensì la cartolarizzazione dei **“proventi” derivanti dalla titolarità delle medesime partecipazioni**.

nonché F. Galgano, Diritto Commerciale, Zanichelli, *“le quote di società a responsabilità limitata rappresentano beni mobili immateriali suscettibili di circolazione e garanzia”*.

⁵ Sul punto, cfr. P. Trimarchi, Istituzioni di Diritto Privato, Giuffrè, *“le partecipazioni sociali costituiscono entità patrimoniali autonome suscettibili di trasferimento e di costituzione in garanzia”*.

⁶ Cfr. Trib. Milano, 11 maggio 2001, *“la quota di s.r.l. costituisce bene mobile immateriale suscettibile di pegno e di separata valorizzazione economica”*.

Sotto tale profilo, assumono rilevanza:

1. dividendi;
2. distribuzioni straordinarie;
3. proventi da cessione;
4. proventi da liquidazione;
5. ulteriori flussi economici derivanti dalla titolarità delle partecipazioni.

La formulazione dell'art. 7, comma 1, lett. b-bis), appare particolarmente significativa in quanto:

- a) non richiede l'esistenza di un credito pecuniario originario;
- b) non richiede la presenza di un debitore ceduto in senso tradizionale;
- c) individua nei **"proventi"** il vero oggetto economico dell'operazione.

Ne consegue che l'operazione può essere costruita secondo una logica:

- (i) cash-flow based;
- (ii) asset-backed;
- (iii) fondata sulla segregazione dei flussi generati dall'asset.

Tale impostazione risulta altresì coerente con l'art. 7.2, il quale prevede che:

- a) i beni;
- b) i diritti;
- c) le somme derivanti dai medesimi;

d) ogni altro diritto acquisito nell'ambito dell'operazione,

costituiscano patrimonio separato.

Sotto il profilo sistematico, assume inoltre rilievo l'art. 7.1 della Legge 130, che già consente alle SPV di acquisire azioni, quote e strumenti partecipativi, nell'ambito di operazioni di ristrutturazione e recupero crediti.

Pur trattandosi di fattispecie diversa, tale previsione conferma che l'ordinamento non considera incompatibile, in via assoluta, la presenza di strumenti partecipativi nel perimetro applicativo della Legge 130.

Occorre peraltro rilevare che **l'art. 1, comma 1-bis, della Legge 130/1999, nel disciplinare le operazioni aventi ad oggetto sottoscrizione o acquisto di obbligazioni, titoli simili e cambiali finanziarie, esclude espressamente "titoli rappresentativi del capitale sociale, titoli ibridi e convertibili"**.

A parere di chi scrive, **tale previsione non appare ostativa rispetto all'operatività dell'art. 7.2 in relazione ai proventi derivanti dalla titolarità di partecipazioni societarie.**

Deve infatti osservarsi come, a seguito dell'introduzione dell'art. 7.2 e della successiva evoluzione normativa culminata nelle modifiche apportate dalla Legge n. 34/2026, **la Legge 130 abbia progressivamente delineato due distinti modelli di società veicolo:**

- (A) da un lato, le società per la cartolarizzazione disciplinate dagli artt. 1 e ss., aventi ad oggetto **operazioni "credit-based"** o "security-based", fondate sulla cessione o sottoscrizione di crediti, obbligazioni e titoli simili;
- (B) dall'altro lato, le società disciplinate dall'art. 7.2, aventi quale oggetto esclusivo operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla titolarità di beni immobili, beni mobili e relativi diritti (**cd. operazioni "proventi-based"**).

Le due fattispecie risultano caratterizzate:

- da differenti oggetti economici;
- da differenti meccanismi di segregazione;
- da differenti presupposti strutturali e funzionali.

In tale contesto, il divieto previsto dall'art. 1, comma 1-bis, deve essere interpretato come riferito esclusivamente alle operazioni disciplinate dal Titolo I della Legge 130 aventi ad oggetto sottoscrizione o acquisto di strumenti finanziari rappresentativi di capitale, e non anche alle operazioni disciplinate dall'art. 7.2 aventi ad oggetto la segregazione dei proventi derivanti dalla titolarità di beni mobili.

Diversamente opinando, la nozione di "beni mobili" contenuta nell'art. 7, comma 1, lett. b-bis), dovrebbe essere interpretata in senso implicitamente restrittivo, in assenza tuttavia di una espressa limitazione normativa in tal senso.

Tale interpretazione restrittiva non sembrerebbe coerente:

- né con il dato letterale della norma;
- né con l'evoluzione sistematica della Legge 130;
- né con la ratio sottesa all'introduzione delle operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto proventi derivanti da asset non creditizi.

4. Mitigants e limiti applicativi

Pur ritenendosi astrattamente ammissibile la struttura sopra descritta, si ritiene opportuno evidenziare alcuni elementi di mitigazione funzionali a garantire la coerenza dell'operazione con la ratio della disciplina.

In particolare:

(a) Segregazione dei flussi

I proventi derivanti dalle partecipazioni dovrebbero essere:

1. convogliati su conti vincolati;
2. destinati esclusivamente al servizio dei titoli emessi.

(b) Governance rafforzata

Dal momento che i dividendi e i proventi da partecipazioni dipendono da decisioni assembleari, l'operazione potrebbe prevedere una governance rafforzata e presidi specifici, quali ad esempio:

- accordi parasociali e/o modifiche statutarie che:
 - incentivano la distribuzione degli utili;
 - limitano la discrezionalità degli organi sociali;
- diritti di governance rafforzati (es. veto sulla non distribuzione degli utili);
- meccanismi di cash sweep sui flussi operativi;
- nonché la selezione di partecipazioni societarie che presentino:
 - uno storico di distribuzione stabile,
 - flussi ricorrenti.

In questo modo si potrebbe ottenere **elevata visibilità prospettica dei flussi**, assimilabile ad altre asset class già oggetto di cartolarizzazione, volti a garantire, la distribuzione dei flussi, la stabilità dei proventi e il controllo economico dell'operazione.

(c) Selezione degli asset

Le partecipazioni dovrebbero riguardare società:

1. caratterizzate da flussi prevedibili;
2. cash-generating;
3. con storico di distribuzione stabile.

(d) Security package

La struttura potrebbe essere ulteriormente rafforzata mediante:

1. pegno sulle partecipazioni;
2. vincoli sui conti correnti;
3. cessione dei diritti patrimoniali.

(e) Limiti applicativi

Rimarrebbero invece maggiormente problematiche strutture:

- a) puramente speculative;
- b) prive di prevedibilità dei flussi;
- c) basate esclusivamente su eventi futuri di exit;
- d) assimilabili economicamente a operazioni di private equity leverage.

L'operazione dovrebbe pertanto mantenere una chiara natura di segregazione di proventi, una prevalente logica cash-flow driven e un adeguato livello di controllabilità dei flussi.

5. Conclusioni

Alla luce delle considerazioni che precedono, si ritiene potersi concludere che:

- a) le partecipazioni societarie siano qualificabili come "beni mobili" ai sensi dell'ordinamento civile;
- b) la formulazione dell'art. 7, comma 1, lett. b-bis), non introduca limitazioni tali da escluderne l'inclusione nell'ambito applicativo della norma;
- c) i proventi derivanti dalla titolarità delle partecipazioni possano costituire oggetto di operazioni di cartolarizzazione ai sensi della Legge 130/1999.

In pratica, le partecipazioni societarie possono considerarsi cartolarizzabili non in quanto "crediti", bensì in quanto "beni mobili produttivi di proventi".

Si ritiene altresì che, ove strutturata mediante adeguati meccanismi di:

- (i) segregazione;
- (ii) governance;
- (iii) controllo dei flussi;
- (iv) vincolo di destinazione,

l'operazione possa risultare coerente con la ratio della disciplina, con la funzione economica della cartolarizzazione e con l'evoluzione normativa della Legge 130 quale strumento di finanza strutturata applicabile ad attivi produttivi di flussi (*alias*, proventi).

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**
