



ATTUALITÀ

La cartolarizzazione in funzione di de-stocking

25 Marzo 2026

Simone Lucatello, Partner, Simmons & Simmons
Ugo Malvagna, Counsel, Simmons & Simmons



Simone Lucatello, Partner, Simmons & Simmons

Ugo Malvagna, Counsel, Simmons & Simmons

> Simone Lucatello

Simone Lucatello è partner del Financial Markets Group e guida il gruppo di finanza strutturata di Simmons & Simmons presso l'ufficio di Milano. La sua attività si concentra su operazioni di finanza strutturata e cartolarizzazioni, avendo maturato una particolare esperienza in cartolarizzazioni complesse su diversi asset, operazioni di project financing strutturato e rifinanziamenti, anche attraverso operazioni ibride e private debt.

> Ugo Malvagna

Ugo Malvagna è counsel del Financial Markets Group di Simmons & Simmons a Milano. È professore associato e professore ordinario abilitato in Diritto dell'Economia e dei Mercati Finanziari nella facoltà di Giurisprudenza dell'Università di Trento, dove è altresì vicecoordinatore del Dottorato di Ricerca. Ha sviluppato una solida esperienza su questioni normative, tra cui il capitale regolamentare delle assicurazioni e delle banche, la finanza digitale e decentralizzata (blockchain e AI) e la finanza di transizione (ESG).

In data 23 marzo 2026, è stata pubblicata in Gazzetta Ufficiale la legge annuale sulle PMI (n. 34/2026, "**Legge PMI**") che entrerà in vigore il 7 aprile 2026, il cui articolo 8 introduce modifiche alla Legge 30 aprile 1999, n. 130 ("**Legge Cartolarizzazione**"), estendendo l'ambito di applicazione della relativa regolamentazione alla valorizzazione degli asset reali, con particolare riferimento alle scorte di magazzino attraverso cosiddette operazioni di *destocking*.

1. Estensione del perimetro delle strutture di cartolarizzazione (Art. 7, comma 1 della Legge Cartolarizzazione)

L'intervento normativo sopra richiamato, modifica l'articolo 7 della Legge Cartolarizzazione per ampliare le tipologie di attivi cartolarizzabili mediante il ricorso alle «*altre operazioni*» di cui al comma 7 e, in particolare: (a) le strutture di c.d. *special lending* per il trasferimento del rischio di credito nonché (b) quelle realizzate mediante il ricorso alla società veicolo di cui all'art. 7.2, come verrà di seguito meglio indicato.

- In particolare, con riferimento alle strutture di "special lending", viene specificato che la relativa cartolarizzazione può avere per oggetto «*crediti, anche futuri*». Tale precisazione è volta a chiarire che rientrino nell'alveo della normativa richiamata anche operazioni in cui i flussi di cassa dipendono dalla vendita futura di beni prodotti o in lavorazione, recependo orientamenti già presenti nella prassi interpretativa. Particolarmente rilevante, al riguardo, risulta essere l'applicabilità del regime di cui alla legge 52/1991 richiamato dalla Legge Cartolarizzazione (e in particolare, probabilmente, anche delle previsioni di cui all'art. 3, che consentono la cessione in massa di crediti futuri anche laddove non siano già stati stipulati i contratti dai quali sorgeranno tali crediti, a condizione che tali contratti vengano stipulati entro 24 mesi dalla data della cessione in massa). Tale ultimo risultato interpretativo si giova del richiamo alla legge 52/1991 operato dall'art. 4 della Legge Cartolarizzazione – quest'ultimo applicabile, nei limiti della compatibilità, alle strutture qui considerate, in considerazione dell'incipit del co. 1 dell'art. 7 e del co. 2 del medesimo articolo.
- Quanto, poi, alle operazioni di cartolarizzazione poste in essere mediante il veicolo di cui all'articolo 7.2 della Legge Cartolarizzazione, la riforma introduce ora la possibilità di cartolarizzare i

proventi derivanti dalla titolarità di «*beni mobili non registrati*». Questa integrazione estende ai beni mobili non registrati lo schema normativo già in essere per gli immobili e i beni mobili registrati, con inclusione, tra l'altro, di merci, semilavorati e materie prime. Inoltre, il tenore testuale della disposizione, nella sua ampia formulazione, rende lo strumento applicabile anche a operazioni che non siano necessariamente destinate allo smobilizzo di beni di magazzino o comunque che abbiano una dimensione industriale, mettendo a disposizione del mercato uno strumento flessibile per la strutturazione di una molteplicità di operazioni (si pensi, ad esempio, a opere d'arte o strumenti finanziari). Si ritiene, infatti, che le fattispecie di cui all'articolo 7.2 siano differenti rispetto a quelle di cui all'articolo 1, paragrafo 1-bis che limitano l'applicazione delle relative norme ad obbligazioni e titoli simili ovvero cambiali finanziarie, con espressa esclusione dei titoli rappresentativi del capitale sociale, titoli ibridi e convertibili.

2. Evoluzione del patrimonio destinato e sua «dinamicità» (Art. 7, comma 2-octies)

La riforma ridefinisce inoltre il concetto di patrimonio destinato nelle operazioni di cartolarizzazione tramite finanziamento a ricorso limitato (c.d. *special lending*) quali sopra richiamate, estendendo le tipologie di beni segregabili in favore del veicolo finanziatore e attribuendo una configurazione dinamica al compendio destinato.

In particolare, l'*originator* (ovvero il soggetto che riceve il finanziamento da parte della spv) potrà ora segregare in favore del veicolo finanziatore un compendio di beni e rapporti che include, oltre ai crediti e ai diritti o beni che in qualunque modo costituiscano la garanzia del rimborso di tali crediti (secondo la formulazione già precedentemente in vigore), anche «*i diritti e i beni all'impiego o alla titolarità dei quali tali crediti siano riferibili, ivi inclusi i prodotti derivanti dalla combinazione e trasformazione dei predetti diritti e beni*». La segregazione comprende, dunque, i prodotti derivanti dalla combinazione o trasformazione dei beni originari, permettendo di seguire l'intero ciclo produttivo, dalla materia prima al prodotto finito e alla sua successiva monetizzazione.

Inoltre, è prevista la possibilità di reintegrare il patrimonio con «*beni sostitutivi*» di quelli precedentemente destinati, garantendo che il valore a garanzia dell'operazione rimanga costante nonostante la rotazione del magazzino, con l'effetto di beneficiarie della sostanziale unitarietà dell'o-

perazione anche ai fini dell'applicazione della disciplina in materia di revocatoria fallimentare all'atto di destinazione produttivo dell'effetto segregativo.

3. De-stocking: meccanismi operativi e Società Veicolo d'Appoggio

A seguito dell'adozione della normativa qui considerata, l'ordinamento prevede, dunque, due percorsi distinti per l'attuazione di operazioni di cosiddetto *de-stocking*.

Il primo, ex articolo 7.2 (ora ridenominato «*Cartolarizzazioni immobiliari e di beni mobili anche registrati*»), si basa sulla cessione diretta della proprietà degli asset fisici alla società veicolo. Ne consegue che i proventi derivanti dalla vendita e dalla gestione di tali beni mobili non registrati sono vincolati in via esclusiva al soddisfacimento dei titoli emessi dal veicolo al fine di finanziare l'acquisto di tali beni. Tale struttura è indicata per la monetizzazione immediata del magazzino esistente e supporta operazioni di tipo *revolving*, dove beni rispondenti a determinate categorie predeterminate vengono periodicamente trasferiti in proprietà al veicolo (con o senza il passaggio della detenzione fisica degli stressi) con pagamento immediato del prezzo al momento di ogni atto periodico di cessione.

Il secondo modello, basato sulla figura dello *special lending* di cui all'articolo 7, co. 1, lett. a), si configura come un finanziamento a ricorso limitato con segregazione di crediti beni e rapporti dell'*originator*, ovvero con cessione degli stessi a una società veicolo d'appoggio (SPV d'appoggio), a cui è dichiarata applicabile la disciplina legale di segregazione che l'art. 7.1 detta in relazione alle società veicolo d'appoggio costituite nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione di crediti deteriorati (segregazione che si compone delle seguenti previsioni: a) «*le somme in qualsiasi modo rivenienti dalla detenzione, gestione o dismissione dei beni e diritti del veicolo che sono dovute dalla società veicolo d'appoggio alla società di cartolarizzazione di cui all'articolo 3, sono assimilate ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti e sono destinate in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi e al pagamento dei costi dell'operazione; b) i beni, diritti e le somme in qualsiasi modo derivanti dai medesimi nonché ogni altro diritto acquisito nell'ambito dell'operazione costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello delle società stesse e da quello relativo alle altre operazioni, per cui su tale patrimonio separato non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dalla società di cartolarizzazione nell'interesse dei portatori dei titoli emessi dalla società per la cartolarizzazione dei crediti*»). La novella consente l'impiego

di tali veicoli anche per crediti *in bonis*, permettendo all'impresa di trasferire la titolarità del magazzino e dei crediti derivanti dalla relativa valorizzazione a una società che ne gestisce la valorizzazione a beneficio del veicolo di cartolarizzazione e quindi dei portatori dei titoli emessi dallo stesso. Sotto il profilo fiscale, a tali operazioni si applicano i regimi di favore già previsti dall'articolo 7.1, commi 4-bis, 4-quater e 4-quinquies, relativi alle imposte sui trasferimenti e alla neutralità fiscale. La disposizione prevede la possibilità di associare alla costituzione di una società veicolo d'appoggio anche la cessione dei crediti oggetto dell'operazione e l'accollo, da parte del veicolo d'appoggio, del debito nascente dal finanziamento, il tutto nella prospettiva di incrementare il livello di *ring-fencing* e con esso ridurre la «sensibilità» della struttura alle vicende dell'*originator*. In questa prospettiva va, peraltro, segnalato che, in considerazione della natura dei beni sottostanti a tali operazioni, l'effettivo isolamento dell'operazione dal «rischio cedente» presuppone la predisposizione di efficaci «exit strategies» che – a fronte della crisi dell'*originator* – consentano un rapido ricollocamento dei prodotti finiti nonché dei prodotti in corso di lavorazione, secondo modalità tali da preservare la continuità del ciclo di produzione, trasformazione e distribuzione degli stessi.

Concettualmente, la differenza tra le due alternative prende corpo nel fatto che, mentre il primo modello (7.2) non contempla il trasferimento di un rischio di credito ma gravita interamente intorno al trasferimento della proprietà dei *beni cartolarizzati*, e quindi al diritto di trattenere tutte le utilità derivanti dalla relativa valorizzazione, il secondo modello (*special lending* ex art. 7, co. 1, lett. a) contempla il trasferimento di un rischio di credito presente o futuro, segnatamente quello relativo alle fatture generate nell'ambito dell'attività caratteristica dell'*originator* (già emesse o di futura emissione).

Dal punto di vista della sostanza economico-finanziaria, il modello del veicolo 7.2 assume beni già esistenti al momento della relativa cessione e contempla la possibilità (per quanto non la necessità) dello spossessamento di tali beni da parte dell'imprenditore, supportando fasi più «avanzate» del ciclo produttivo lungo la catena del valore, incluse strutture dove il soggetto beneficiario della finanza raccolta dal veicolo mediante l'emissione dei titoli sia non già l'impresa che ha prodotto i beni ma quella che li acquista (in via definitiva) dal produttore per trasformarli, integrarli nel proprio ciclo produttivo o distribuirli. Più in generale, gli strumenti introdotti mediante la modifica qui in analisi esprimono rilevanti potenzialità nell'ambito della strutturazione di soluzioni di finanziamento di filiera (*supply-chain finan-*

cing), sotto molteplici punti di vista.

Per converso, il modello dello *special lending* con segregazione dei beni dell'*originator* si atteggia dal punto di vista strutturale come una cartolarizzazione tradizionale (*true sale*) di crediti, dove il patrimonio destinato «accresciuto» serve a rafforzare la collateralizzazione del rischio di credito.

Ciò detto, va altresì osservato che la flessibilità delle due strutture è tale per cui talune tipologie di operazioni sono astrattamente compatibili con entrambe le macro-strutture qui considerate. E infatti, da un lato il modello del finanziamento a ricorso limitato può prevedere esborsi dal veicolo all'*originator* anche per l'acquisto «sintetico» di crediti futuri, garantito dal ricorso su beni presenti e secondo un meccanismo rotativo; dall'altro, il modello della società veicolo 7.2 non è incompatibile con anticipi prezzi per acquisti di cosa futura, come pure con il mantenimento della disponibilità materiale del bene in capo al cedente secondo il meccanismo del costituito possessorio. Posto questo contesto, le effettive scelte di strutturazione dipenderanno dalle specifiche caratteristiche e dagli specifici obiettivi delle singole operazioni, e quindi da valutazioni di maggiore efficienza (legale, contabile, fiscale) di una data struttura, secondo un approccio caso per caso.

4. Differenza rispetto a strutture di *direct lending* (art. 1, co. 1-ter) garantite da pegno non possessorio e natura «deconsolidante» delle operazioni

L'introduzione della disciplina sopra descritta incide sullo spettro di alternative possibili ai fini della gestione del capitale circolante, permettendo lo smobilizzo degli stock di magazzino in anticipo rispetto ai tempi fisiologici di collocamento delle merci sul mercato.

L'introduzione del destocking incide sulla gestione del capitale circolante permettendo lo smobilizzo degli stock di magazzino in anticipo rispetto ai tempi fisiologici di collocamento delle merci sul mercato, e in anticipo altresì rispetto alle strutture di cartolarizzazione di crediti commerciali consentite dalla disciplina della Legge Cartolarizzazione anteriore alle modifiche apportate dalla Legge PMI.

Lo strumento consente di strutturare operazioni finanziarie volte a concedere all'impresa nuove forme di accesso alla liquidità che, in vece di fare leva sulla concessione di un finanziamento «ordinario» assistito da pegno (se del caso anche non possessorio), realizzano un – parziale o totale – trasferimento del

rischio di credito nei confronti delle imprese fornite dall'*originator* o addirittura prevengono la generazione di un rischio di credito, in entrambi i casi consentendo all'impresa di finanziarie il circolante senza incrementare a livello contabile il proprio indebitamento e la propria leva.

E infatti, sotto il profilo tecnico le strutture qui considerate si distinguono dagli ordinari finanziamenti garantiti da magazzino (ad esempio mediante il pegno mobiliare non possessorio di cui al D.L. 59/2016) in considerazione della possibilità di ottenere il deconsolidamento degli attivi dal bilancio dell'impresa (*derecognition*), laddove l'operazione esponga le caratteristiche necessarie a riscontrare i criteri contabili applicabili (IFRS oppure principi OIC). Con riferimento agli IFRS, vengono in applicazione i test sequenziali del (a) trasferimento dei rischi e benefici, per cui l'attivo viene rimosso solo se l'*originator* ha trasferito sostanzialmente tutti i rischi (es. rischio di credito, rischio di obsolescenza delle scorte) e i benefici (es. apprezzamento del valore delle merci). Se l'impresa trattiene il rischio di variazione del valore del magazzino o garantisce il rendimento dei titoli, l'operazione è contabilizzata come un finanziamento garantito (*secured borrowing*); e del (b) trasferimento del controllo, per cui l'effetto deconsolidante si ottiene solo se il veicolo acquista il controllo (in senso contabile) dei beni al momento della cessione (così, il passaggio del controllo è escluso se l'*originator* mantiene la piena facoltà di determinare le modalità di uso dei beni o sussiste un obbligo/diritto dello stesso di riacquistarli a prezzi prefissati). Similmente, nell'ambito dei principi contabili nazionali (OIC), la valutazione si fonda sulla prevalenza della sostanza sulla forma, nel senso che il deconsolidamento avviene se l'operazione trasferisce sostanzialmente alla SPV i rischi e i benefici dell'*asset*. Nel caso in cui l'impresa mantenga la gestione operativa del magazzino o intervenga per coprire eventuali perdite di valore, l'attività rimane iscritta in bilancio con l'iscrizione di un debito verso la SPV, analogamente a un finanziamento ipotecario o pignoratizio.

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**
