

Maggio 2020

Cartolarizzazione con finanziamento e patrimonio destinato ampliato: nuove opportunità di business e garanzie per gli investitori

Avv. Federico Del Monte, Partner, Hogan Lovells Studio Legale

Introduzione

Uno degli ultimi provvedimenti emanati dal parlamento italiano prima dell'avvio della legislazione emergenziale dell'era COVID-19 è stato il c.d. "Decreto Milleproroghe"¹, lo scorso febbraio. Questo testo normativo dall'insolito nome, è oramai diventato una consuetudine legislativa tutta Italiana. Una sorta di seconda - e quest'anno sappiamo già di certo non ultima - manovra economica che segue la Legge di Bilancio, ereditando spesso misure di varia natura da essa stralciate o sacrificate all'ultimo momento, all'esito della *bagarre* politica che spesso caratterizza l'*iter* legislativo di questo provvedimento.

E tra i tanti temi affrontati quest'anno, il Decreto Milleproroghe ha il merito di aver introdotto anche alcune interessanti novità in tema di cartolarizzazione. Modifiche e integrazioni alla normativa di riferimento, ossia la legge 30 aprile 1999, n. 130 (**Legge 130/99**), che ne ampliano e completano la portata ed operatività, creando di fatto nuovi strumenti giuridici e opportunità di business che potranno certamente tornare utili nella difficile e lunga stagione del rilancio che attende il nostro paese.

Le aree d'intervento del Decreto Milleproroghe in materia di cartolarizzazione sono tre.

In *primis*, un miglioramento della disciplina di "*direct lending*" introdotta nella Legge 130/99 nel 2014² (art. 1, commi 1-*ter* e 1-*quater*) con l'obiettivo di favorire il finanziamento ed il sostegno delle imprese italiane tramite cartolarizzazione e *funding* del mercato dei capitali. In particolare è stata ora resa possibile l'erogazione di prestiti alle imprese da parte delle società di cartolarizzazione (**SPV**)³, anche tramite una "*fronting bank*", *i.e.* una banca o un intermediario finanziario autorizzato iscritto nell'albo di cui all'art. 106 del Decreto Legislativo 385/1993 (**TUB**)⁴.

¹ Decreto Legge 162/2009 (convertito in legge dalla Legge 8/2020).

² Decreto Legge 145/2013, c.d. Decreto Destinazione Italia (convertito in legge dalla Legge 9/2014) e Decreto Legge 91/2014, c.d. Decreto Competitività (convertito in legge dalla Legge 116/2014).

³ *Special purpose vehicles*.

⁴ Testo Unico Bancario.

In secondo luogo, un ampliamento dell'ambito di applicazione delle norme che facilitano la cartolarizzazione dei crediti d'apertura di credito, aggiunte nella Legge 130/99 nel 2013⁵ (art. 4, comma 2-*bis*). In sostanza il regime di favore previsto per le aperture di credito è stato ora esteso a qualsiasi forma di concessione di credito rotativa; consentendo così il rifinanziamento tramite cartolarizzazione di ogni tipo di linea di credito *working capital* utilizzata dalle banche.

Le due modifiche normative appena descritte offriranno maggiore flessibilità, nuove soluzioni operative nelle operazioni di cartolarizzazione, e sono destinate anche a facilitare ulteriormente lo smobilizzo attraverso questo strumento di crediti deteriorati (c.d. NPL, *non performing loans*), e in particolare inadempienze probabili (c.d. UTP, *unlikely to pay*).

Da ultimo il Decreto Mille Proroghe ha anche finalmente completato la disciplina della cartolarizzazione con finanziamento, c.d. *sub-participation*. Una struttura alternativa a quella "tradizionale" con cessione dei crediti; non a tutti nota, ma da sempre contemplata nella Legge 130/99 (art. 7, comma 1, lett. a)), e purtroppo quasi mai utilizzata, proprio perchè incompiuta e priva di adeguate tutele per gli investitori. Particolarmente suggestiva ed interessante nella nuova disciplina della *sub-participation* per i suoi potenziali risvolti applicativi, è la creazione di una nuova fattispecie di patrimonio destinato, più ampio rispetto a quello sin'ora previsto dalla Legge 130/99. Esso infatti potrà comprendere non più solo crediti ma anche, ed è questa la novità, rapporti giuridici e beni di qualsiasi tipo.

Nel presente intervento esamineremo in dettaglio la nuova disciplina della cartolarizzazione con *sub-participation* ed il suo particolare patrimonio destinato ampliato.

L'iter legislativo e le caratteristiche della cartolarizzazione con *sub-participation*

Con più di venti anni di fortunata prassi applicativa alle spalle, la Legge 130/99 è oramai conosciuta ed apprezzata da gran parte degli investitori ed operatori del mercato, sia in Italia che all'estero. Uno dei punti di forza della Legge 130/99 è il suo regime di "segregazione patrimoniale" dei crediti, uno degli aspetti più importanti di un'operazione di cartolarizzazione. Al riguardo è utile infatti ricordare brevemente che la cartolarizzazione è un'operazione che prevede l'emissione di *asset-backed securities* (**ABS**), ossia titoli obbligazionari remunerati e rimborsati esclusivamente con gli incassi di uno o più portafogli di crediti generati da un soggetto (**Originator**), che tipicamente è anche colui che riceve il beneficio dei proventi dell'emissione. Ove tali incassi siano

⁵ Decreto Legge 145/2013, c.d. Decreto Destinazione Italia (convertito in legge dalla Legge 9/2014) e Decreto Legge 91/2014, c.d. Decreto Competitività (convertito in legge dalla Legge 116/2014).

insufficienti, il diritto dei portatori dei titoli a ricevere le somme non pagate si estingue⁶. Attese queste caratteristiche è pertanto essenziale per il buon esito dell'operazione che i crediti siano "segregati" a favore degli investitori, di modo che i relativi incassi siano destinati in via esclusiva al pagamento dei titoli ABS per tutta la vita dell'operazione. Ciò, anche e soprattutto a seguito dell'apertura di un'eventuale procedura concorsuale a carico dell'Originator.

Nell'ambito della Legge 130/99 il regime di segregazione sino ad ora era stato declinato in modo compiuto ed efficace (art. 4) solo nell'ambito della struttura giuridica più nota ed utilizzata: quella che prevede la cessione dei crediti ad una SPV (c.d. "segregazione esterna"). In sostanza la cessione dei crediti diventa opponibile *erga omnes*, compresi i debitori ceduti ed il fallimento dell'Originator con il semplice esperimento degli adempimenti pubblicitari aggregati previsti dalla Legge 130/99, ossia la comunicazione della cessione tramite pubblicazione in Gazzetta Ufficiale e registrazione nel registro delle imprese⁷. A seguito di questi adempimenti i crediti ceduti divengono inoltre anche segregati per legge a beneficio esclusivo dei portatori dei titoli e dei costi dell'operazione.⁸

Tuttavia, come già detto in sede introduttiva, la Legge 130/99 prevede sin dalla sua origine la possibilità di realizzare cartolarizzazioni anche tramite *sub-participation* ossia con un finanziamento in sostituzione della cessione dei crediti (alla SPV). Una struttura utilizzata spesso nel mercato anglosassone ed anche in alcune delle prime operazioni di cartolarizzazione concluse in Italia prima dell'entrata in vigore della Legge 130/99.

In sostanza lo schema giuridico è il seguente: la SPV eroga un finanziamento all'Originator reperendo la provvista necessaria tramite l'emissione di titoli ABS. Il finanziamento, e di riflesso i titoli ABS, sono remunerati e rimborsati esclusivamente (o in via principale) attraverso gli incassi di uno o più portafogli crediti dell'Originator di cui tuttavia questi mantiene la titolarità.

La struttura con *sub-participation* è stata contemplata nel testo originario della Legge 130/99 con una breve disposizione all'art. 7, comma 1, lett. a) che così recitava: "*1. Le disposizioni della presente legge si applicano, in quanto compatibili: (a) alle operazioni di cartolarizzazione dei crediti realizzate mediante l'erogazione di un finanziamento al*

⁶ Da questa caratteristica discende la classificazione dei titoli di cartolarizzazione quali "*asset-backed securities*" o anche titoli "*limited recourse*" (ad esigibilità limitata), nonché l'applicabilità ad essi dell'art. 1469 c.c. in tema di contratti aleatori.

⁷ La cessione può essere perfezionata anche ai sensi dell'art. 5, commi 1, 1-bis e 2, della Legge 52/1991 (Legge Factoring); ossia tramite il pagamento del prezzo di acquisto (anche in parte) con data certa.

⁸ Il regime di segregazione è stato ulteriormente migliorato nel corso degli anni con l'estensione del suo perimetro e l'introduzione di apposite norme volte a proteggere i fondi dell'operazione in eventuali scenari concorsuali riguardanti la banca presso la quale essi sono depositati o il servicer della cartolarizzazione (Decreto Legge 145/2013, c.d. Decreto Destinazione Italia (convertito in legge dalla Legge 9/2014) e Decreto Legge 91/2014, c.d. Decreto Competitività (convertito in legge dalla Legge 116/2014)).

soggetto cedente da parte della società per la cartolarizzazione dei crediti emittente i titoli;[...]”.

A integrare la disposizione solo una sorta di precisazione al comma 2, sempre dell’art. 7: *“Nel caso di operazioni realizzate mediante erogazione di un finanziamento, i richiami al cedente e al cessionario devono intendersi riferiti, rispettivamente, al soggetto finanziato e al soggetto finanziatore.”*.

Da subito è apparso evidente che, più che una compiuta disciplina, la disposizione dell’art. 7, comma 1, lett. a) avesse introdotto una sorta d’intenzione strutturale o norma programmatica che rinviava necessariamente ad una futura più articolata e completa regolamentazione. Troppi erano gli elementi essenziali dell’operazione senza disciplina, tra cui *in primis* la mancanza di qualsiasi norma in tema di segregazione patrimoniale dei crediti.

Un primo importante intervento volto a colmare questa lacuna normativa si è avuto con la Legge di Bilancio del 2019⁹ che ha apportato anche alcune modifiche alla Legge 130/99.

In primo luogo è stata confermata la natura “sub-partecipativa” del finanziamento stabilendo che esso deve aver *“per effetto il trasferimento del rischio inerente ai crediti nella misura e alle condizioni concordate”* (art. 7, comma 1(a)).

L’aspetto più importante disciplinato dalla Legge di Bilancio 2019 però, è proprio il regime di segregazione. Con l’introduzione di una nuova disposizione nella Legge 130/99 (art. 7, comma 2-*octies*) viene infatti espressamente prevista la possibilità per il soggetto finanziato (l’Originator) di destinare e segregare una parte dei propri attivi a beneficio dell’operazione. Inoltre, per la prima volta, viene aperta la strada alla creazione di un patrimonio destinato “esteso”, stabilendo che esso potrà comprendere oltre ai crediti, anche *“i diritti e i beni che in qualunque modo costituiscano la garanzia del rimborso di tali crediti”*. L’art. 7, comma 2-*octies* prevede inoltre la possibilità di costituire su tali diritti e beni *“un pegno a garanzia dei crediti derivanti dal finanziamento”*.

A complemento del principio sopra espresso la Legge di Bilancio 2019 aggiunge un’ulteriore disposizione alla Legge 130/99 (art. 7, comma 2-*novies*) in base alla quale il contratto relativo all’operazione potrà prevedere l’obbligo del soggetto finanziato di versare alla SPV tutti gli incassi dei crediti cartolarizzati, analogamente ad una cessione.

Se non che le norme dalla Legge di Bilancio 2019 si sono fermate qui, omettendo di regolare due aspetti essenziali del patrimonio destinato: la procedura costitutiva e gli

⁹ Legge 145/2018.

effetti della sua segregazione. Il tutto viene rinviato ad uno o più decreti da emanarsi entro 90 giorni che non vedranno mai la luce.¹⁰

È quindi proprio il Decreto Milleproroghe a completare l'opera, a definire il quadro normativo della struttura con *sub-participation*. La tecnica legislativa utilizzata, ancorché efficace, va detto, è insolita. Il Decreto Milleproroghe infatti non opera direttamente nel corpo della Legge 130/99 modificandolo; diversamente effettua un intervento "a latere" dettando nuove disposizioni che si applicano indirettamente alle operazioni *ex lege* 130/99.

Esaminiamo ora i nuovi elementi normati dal Decreto Milleproroghe che rafforzano e completano la struttura giuridica della cartolarizzazione con *sub-participation*.

Costituzione del patrimonio destinato: deliberazione societaria

Per creare il patrimonio destinato, il soggetto finanziato dovrà adottare un'apposita deliberazione societaria con cui identificherà in dettaglio il patrimonio destinato, ossia la porzione del suo attivo patrimoniale che sarà dedicata all'operazione. Come già detto, nel patrimonio destinato potranno essere conferiti sia diritti che beni (anche individuabili in blocco); dove per diritti devono intendersi ricompresi sia crediti che rapporti giuridici. Quanto poi ai beni, la disposizione non li qualifica in alcun modo e da ciò si ricava la possibile inclusione nel patrimonio destinato di beni di qualsiasi natura: immobili, mobili registrati ed anche non registrati.

Nella delibera dovranno inoltre essere indicati anche tutti gli altri aspetti essenziali del patrimonio destinato, a cominciare dai relativi soggetti beneficiari (*i.e.* i portatori dei titoli e le *transaction parties* dell'operazione) e i diritti loro attribuiti; diritti che dovranno essere necessariamente declinati caso per caso, in base alle caratteristiche specifiche del patrimonio in questione. Ancorché in via generale è ragionevole immaginare che sin tanto che l'operazione sia *performing*, i diritti dei beneficiari saranno limitati ad una mera funzione di controllo sulla gestione del patrimonio destinato (da parte del soggetto finanziato) volta a preservarne il valore. Ciò poiché, affinché l'operazione possa ritenersi soddisfacente anche per l'Originator, suo attore essenziale, è buona regola che essa alteri il meno possibile la normale operatività e prassi dell'Originator stesso. Ed è forse in quest'ottica che il Decreto Mille Proroghe prevede anche l'indicazione in delibera dei casi in cui il soggetto finanziato potrà utilizzare le somme del patrimonio destinato e con quali limiti. Diversamente, in uno scenario patologico configurabile in caso di mancato pagamento dei titoli ABS, ai beneficiari del patrimonio destinato sarà riconosciuto il diritto di impossessarsene in via definitiva e, ove lo ritengano conveniente, vendere e liquidare gli attivi che ne fanno parte.

¹⁰ In realtà il Decreto Milleproroghe ha prorogato il termine per l'emanazione dei decreti al 31 dicembre 2020. La proroga tuttavia appare insolita ed è ragionevole immaginare che anche questi decreti non saranno emanati, in quanto le materie ad essi demandate sono già state interamente normate dal Decreto Milleproroghe stesso.

Il Decreto Mille Proroghe riconosce poi in via implicita anche la possibile natura variabile e rotativa del patrimonio destinato, prevedendo che la deliberazione societaria indichi le modalità con cui sarà consentito disporre, integrare e sostituire gli elementi del patrimonio destinato. Caratteristica strutturale questa, più che eventuale, necessaria - *in primis* a fini di tutela degli investitori - ogni qual volta, come spesso accade nelle cartolarizzazioni revolving, i Titoli ABS abbiano scadenze più lunghe rispetto a quelle degli attivi sottostanti, inclusi nel patrimonio destinato, ovvero in caso di beni, ove questi si depauperino. Al riguardo occorre infine segnalare anche la probabile necessità d'integrazione della delibera societaria (e degli adempimenti pubblicitari descritti alla successiva sezione) ove intervengano cambiamenti significativi negli elementi del patrimonio destinato non adeguatamente contemplati in origine nella delibera stessa.

Efficacia e segregazione erga omnes del patrimonio destinato e fallimento dell'Originator

Come già in precedenza ricordato, è questo un aspetto evidentemente essenziale per la solidità giuridica di ogni operazione di cartolarizzazione, che può “funzionare” solo se e in quanto il patrimonio ad essa destinato sia realmente tale. Se, in altre parole, il vincolo di destinazione sia riconoscibile ed opponibile ai terzi e pertanto il relativo patrimonio riservato solo ai beneficiari. E tra questi terzi è essenziale sia ricompreso anche l'eventuale fallimento dell'Originator di modo che vi sia certezza giuridica che il patrimonio destinato sopravviva - *ergo* i suoi beneficiari possano continuare ad accedere alle relative somme - anche qualora si presenti questo scenario concorsuale. Tutto ciò vale a maggior ragione nella struttura con *sub-participation*, considerato che in questo caso il patrimonio destinato rimane formalmente nella proprietà e nel bilancio del soggetto finanziato con evidenti maggiori rischi in caso di suo fallimento.

Ecco, si può ritenere ad avviso di chi scrive che le nuove norme del Decreto Milleproroghe scongiurino questi rischi, avendo disciplinato in modo compiuto e soddisfacente il tema dell'efficacia e della segregazione del patrimonio destinato. Ciò attraverso il combinato disposto di più norme.

In primo luogo, la disposizione che prevede la “pubblicità” ai terzi del patrimonio destinato con la stessa forma contemplata in caso di modifiche statutarie, ossia tramite il deposito e l'iscrizione della deliberazione societaria presso il registro delle imprese *ex art. 2436* del codice civile. Non sfuggirà che la procedura è identica a quella contemplata dall'*art. 2447-quater* del codice civile per la pubblicità del patrimonio destinato *ex art. 2444-bis* del codice civile, salvo una rilevante differenza. In quest'ultimo caso, infatti, l'*art. 2447-quater* del codice civile riconosce espressamente ai creditori sociali anteriori all'iscrizione la facoltà di opporsi alla costituzione del patrimonio destinato entro 60 giorni dall'iscrizione della deliberazione nel registro delle imprese.

Diversamente, un'analogia norma non è stata prevista con riferimento la struttura con *sub-participation*; lasciando pertanto ragionevolmente dedurre che in questo caso la costituzione del patrimonio destinato non sia suscettibile di opposizione da parte dei

creditori sociali. E del resto tale facoltà di opposizione non è prevista neanche nell'ambito della cartolarizzazione tradizionale, con cessione dei crediti.

Ecco allora che questa conclusione sembrerebbe anche coerente con un intento del legislatore che emerge nitidamente nel Decreto Milleproroghe; ossia dotare le cartolarizzazioni tramite finanziamento, comprese quelle con *sub-participation*, di un regime di segregazione che sia il più possibile equivalente a quello previsto per le cartolarizzazioni con cessione dei crediti.

Quanto appena detto si riscontra alla lettera nella disposizione del Decreto Milleproroghe che statuisce che alle *“operazioni di cartolarizzazione dei crediti realizzate mediante concessione di finanziamenti si applica, in quanto compatibile, anche l'articolo 4 della legge 30 aprile 1999, n. 130”*. Articolo 4 che è appunto la norma di principale disciplina della cessione e segregazione dei crediti nell'ambito della struttura di cartolarizzazione tradizionale.

Seguendo il principio espresso dalla sopra citata disposizione si potrà allora concludere in via analogica che dalla data di iscrizione della relativa deliberazione nel registro delle imprese la costituzione del patrimonio destinato diverrà opponibile in conformità a quanto previsto dal comma 2 dell'art. 4 della Legge 130/99 ed, ergo anche nei confronti dei terzi, compreso il fallimento dell'Originator (il soggetto finanziato).

Quanto poi al regime di segregazione del patrimonio destinato, a conferma del principio di equivalenza tra strutture sopra espresso, il Decreto Milleproroghe riprende *mutatis mutandis* le esatte parole dell'art. 4 della Legge 130/99, fatta eccezione per i diversi adempimenti pubblicitari: ossia l'iscrizione della deliberazione societaria e nel registro dell'impresa in luogo della pubblicazione in Gazzetta Ufficiale e della registrazione nel registro delle imprese prevista in caso di cartolarizzazione con cessione dei crediti.

Così a partire dalla data di iscrizione della deliberazione, i crediti, beni, diritti e rapporti giuridici del patrimonio saranno destinati esclusivamente al soddisfacimento dei diritti dei relativi beneficiari. Allo stesso modo segue il principio di separatezza patrimoniale che, sempre parafrasando, l'art. 4, prevede che i citati crediti, diritti e rapporti costituiscano patrimonio separato a tutti gli effetti da quello del soggetto finanziato e dagli altri eventuali patrimoni destinati.

Per contro la norma, codificando per la prima volta in Italia, la natura *“limited recourse”* dei titoli ABS, statuisce il principio per il soggetto finanziato dovrà rispondere delle obbligazioni nei confronti dei relativi beneficiari del patrimonio destinato (*i.e.* i portatori dei titoli e le *transaction parties* dell'operazione) solo nei limiti di tale patrimonio destinato. In proposito la norma contempla anche la facoltà di stabilire diversamente nella delibera societaria, così da consentire operazioni in cui l'Originator risponderà delle proprie obbligazioni di pagamento anche tramite il proprio patrimonio personale *“non destinato”*, con gradazioni che potranno variare caso per caso.

Il Decreto Milleproroghe è coerentemente speculare al disposto dell'art. 4 della Legge 130/99 anche nel disciplinare la non aggredibilità del patrimonio destinato, statuendo che fino al completo soddisfacimento dei diritti dei relativi beneficiari sul patrimonio destinato sono ammesse azioni soltanto a tutela dei diritti dei predetti soggetti.

Sul tema dell'efficacia del patrimonio destinato occorre per completezza anche chiedersi se e in che misura il deposito e l'iscrizione della deliberazione societaria nel registro delle imprese rendano la costituzione del patrimonio destinato stesso opponibile anche nei confronti dei debitori dei crediti inclusi in tale patrimonio. In altre parole, se a seguito di questo adempimento pubblicitario la SPV abbia diritto di richiedere ed ottenere il pagamento dei crediti direttamente dai suddetti debitori. Al riguardo, sembra ragionevole non avere piena certezza. Tuttavia, quello dell'opponibilità del patrimonio destinato verso i debitori dei crediti (in esso ricompresi) è un tema che appare di portata minore, e comunque non determinante ai fini della positiva valutazione della nuova disciplina. Per le ragioni già sopra esposte, è infatti verosimile che come già accade nelle cartolarizzazioni tradizionali *performing*, in gran parte dei casi i debitori dei crediti ricompresi nel patrimonio destinato continueranno a pagare quanto loro dovuto all'Originator, anche a seguito dell'erogazione del finanziamento. Solo in caso di "escussione" del patrimonio destinato, diverrà necessario il pagamento diretto dei crediti alla SPV; risultato che potrà essere conseguito notificando ai relativi debitori l'avvenuta costituzione del patrimonio destinato e dando loro nuove istruzioni di pagamento in favore della SPV.

Altro tema su cui soffermarsi è poi quello della presenza nel patrimonio destinato di diritti su immobili o beni mobili registrati. In merito la normativa non prevede formalità ulteriori per il perfezionamento e l'opponibilità del relativo vincolo, quali la trascrizione della deliberazione societaria nei relativi pubblici registri. Nel silenzio della legge, seppur senza una piena certezza, si deve poter pensare che a tal fine sia sufficiente l'iscrizione della deliberazione societaria nel registro delle imprese. Anche perché, ove così non fosse, la conseguente necessità di trascrizioni in altri pubblici registri vanificherebbe di non poco la portata delle nuove norme e l'utilizzabilità in concreto della struttura con finanziamento qualora il patrimonio destinato includa immobili o beni mobili registrati; finendo in definitiva per tradire quella che sembra essere stata l'evidente volontà del legislatore. Certo è che una previsione *ad hoc* che escludesse esplicitamente formalità ulteriori avrebbe eliminato ogni dubbio e conseguente necessario esercizio interpretativo.

In relazione a quanto precede, sarà inoltre interessante valutare i riflessi applicativi che potranno derivare, anche a fini di opponibilità, nell'ipotesi in cui seguendo un'alternativa espressamente offerta dalla nuova disciplina, si proceda all'individuazione "in blocco" dei diritti e dei beni inclusi nel patrimonio destinato.

Occorre infine segnalare da ultimo che la nuova disciplina contiene anche delle specifiche disposizioni volte ad assicurare la continuità dei flussi di cassa a favore della SPV, e in generale la prosecuzione dell'operazione anche in caso di sottoposizione del soggetto

finanziato a procedura concorsuale (o di gestione delle crisi). In tal caso si prevede infatti la prosecuzione dell'esecuzione dei contratti relativi al patrimonio destinato e dell'applicazione dell'art. 7, comma 2-*octies* della Legge 130/99, con ciò volendosi affermare nuovamente la sopravvivenza del patrimonio destinato alle vicende fallimentari dell'Originator. A corollario del principio la norma stabilisce anche la possibilità per gli organi della procedura di trasferire i diritti e i beni compresi nel patrimonio destinato e le relative passività alla SPV o ad altro soggetto da essa identificato.

Conclusioni

Il Decreto Milleproroghe ha definito in modo compiuto ed efficace la disciplina della cartolarizzazione con finanziamento, rendendola finalmente operativa in concreto, dopo più di venti anni dalla sua previsione “embrionale” nel testo originario della Legge 130/99.

La nuova disciplina presenta numerosi ed interessanti risvolti applicativi che potranno creare nuove opportunità di business.

La struttura con finanziamento potrà essere utilizzata in primo luogo per cartolarizzare attivi per i quali siano presenti vincoli di natura giuridica o operativa alla cedibilità della loro titolarità formale. Ciò sia nell'ambito di operazioni di NPL che di attivi *performing*. In quest'ultimo caso saranno possibili operazioni di trasferimento e collateralizzazione del rischio ai sensi della Legge 130/99 con effetti simili a quelli sino ad ora conseguibili solo con cartolarizzazioni sintetiche con credit derivatives e legge regolatrice inglese.

La nuova disciplina sarà poi anche utilizzabile per realizzare operazioni di cartolarizzazione con maggiori garanzie a favore degli investitori non ancora contemplate dal mercato. Ciò anche grazie al suo patrimonio destinato idoneo ad includere oltre a crediti, anche beni e rapporti giuridici. In proposito è infine auspicabile che questa nuova forma di patrimonio destinato ampliato possa essere presto estesa e resa applicabile anche alle cartolarizzazioni tradizionali con cessione di crediti.