

Bird & Bird

Il progetto di legge
sulla cartolarizzazione
del magazzino: nuove
misure per il
destocking

Luglio 2025



Il progetto di legge sulla cartolarizzazione del magazzino

Nuove misure per il destocking

1. Il Disegno di Legge per lo sviluppo delle PMI

Lo scorso maggio è stato presentato al Senato il disegno di legge annuale sulle piccole e medie imprese¹ (il “**Disegno di Legge**”). Il testo legislativo è attualmente in attesa di approvazione da parte delle Camere.

Il provvedimento propone un insieme di misure che intervengono su aspetti rilevanti per lo sviluppo delle PMI, tra cui la semplificazione dell’accesso al credito.

In particolare, il progetto normativo introduce alcune [modifiche alla normativa sulla cartolarizzazione, i.e. legge 30 aprile 1999, n. 130](#) (la “**Legge sulla Cartolarizzazione**”), con l’obiettivo di favorire nuove soluzioni di finanziamento per le imprese. Tra le novità proposte nel Disegno di Legge, particolarmente interessante è l’introduzione della possibilità per le imprese di ottenere liquidità attraverso operazioni di cartolarizzazione del magazzino, c.d. “*destocking*”. Si tratta in sostanza di operazioni finanziarie che consentono alle imprese di monetizzare i beni che costituiscono il proprio magazzino, mediante il ricorso a finanziamenti garantiti da tali attivi.

L’obiettivo del presente intervento è quello di illustrare le novità introdotte dal Disegno di Legge ed individuare le opportunità di *business* che ne potranno derivare nel settore della finanza strutturata e della cartolarizzazione.

2. Il destocking e la sua evoluzione

Come brevemente accennato sopra, con il termine “*destocking*” o “*inventory finance*” si fa genericamente riferimento a soluzioni finanziarie dedicate alle imprese che consentono alle stesse

di ottenere liquidità facendo leva sui beni del proprio magazzino o su altri beni aziendali appartenenti alle stesse.

In Italia, paese caratterizzato da un’economia ad alta vocazione agro-alimentare e manifatturiera e da livelli di giacenze elevati, il *destocking* rappresenta uno strumento particolarmente vantaggioso per valorizzare asset che rimarrebbero altrimenti inutilizzati e per rafforzare la capacità finanziaria dell’impresa.

Attualmente, le operazioni di *destocking* più diffuse sul mercato vengono effettuate tramite la concessione alle imprese di finanziamenti tradizionali, principalmente attraverso il canale bancario, la cui remunerazione e rimborso sono garantiti dai beni del magazzino delle imprese stesse. La garanzia viene creata principalmente tramite costituzione in pegno dei beni del magazzino a favore dell’istituto finanziatore, ovvero cessione a quest’ultimo (o a società costituite *ad hoc* per l’operazione) di tali beni. In quest’ultimo caso, è normalmente prevista la concessione di opzioni che permettono all’impresa cedente di riacquistare i beni del magazzino dati in garanzia.

In origine queste operazioni comportavano spesso lo spossessamento dei beni a favore del soggetto finanziatore: per questo motivo tradizionalmente il *destocking* ha interessato beni a lunga conservazione, ovvero destinati ad aumentare il loro valore nel corso del tempo (*i.e.* prodotti caseari, insaccati, vinicoli ecc.).

Più recentemente, l’introduzione della disciplina del pegno mobiliare non possessorio ha reso possibile la creazione della garanzia sul magazzino senza però privare l’azienda della disponibilità dei beni, conciliando così – in modo ancor più efficace

¹ Disegno di Legge n. 1484, comunicato alla Presidenza del Senato il 12 maggio 2025.

– l'esigenza di liquidità dell'impresa con l'operatività aziendale.

Le modifiche normative contenute nel Disegno di Legge sono volte a favorire il *destocking* attraverso lo strumento della cartolarizzazione. L'auspicio è che questo dia nuovo slancio alle operazioni di *destocking*, consentendo alle imprese di accedere al canale di *funding* alternativo del mercato dei capitali, nonché di beneficiare dei vantaggi tipici della *securitisation*. Il principale di essi è certamente la segregazione *ex lege* dei beni del magazzino prevista dalla Legge sulla Cartolarizzazione, conosciuta ed apprezzata da gran parte degli investitori ed operatori del mercato, sia in Italia che all'estero.

3. Il *destocking* e la cartolarizzazione

Da un punto di vista tecnico-normativo, il Disegno di Legge mira a favorire la realizzazione di operazioni di *destocking* mediante *securitisation* con due specifiche proposte di modifica al testo della Legge sulla Cartolarizzazione². Segnatamente:

- l'integrazione delle previsioni dell'art. 7, comma 1, lett. a) e comma 2-*octies* relative alle cartolarizzazioni con finanziamento, comunemente definite anche come cartolarizzazioni sintetiche o con struttura *sub-participation* (le "**Cartolarizzazioni Sintetiche**"); e
- l'introduzione della possibilità di cedere beni mobili non registrati alle società di cartolarizzazione ("**SPV**")³ nell'ambito di operazioni realizzate ai sensi del combinato disposto degli art. 7, comma 1, lett. b-*bis*) e 7.2 della Legge sulla Cartolarizzazione (le "**Cartolarizzazioni 7.2**") – che attualmente permette solo la cessione di beni immobili e beni mobili registrati.

In sostanza, la proposta di legge contempla due principali tipologie di operazioni di cartolarizzazione a fini di *destocking*, con le seguenti strutture giuridico-finanziarie. Una prima

struttura che prevederà il conferimento dei beni del magazzino all'interno di un patrimonio destinato costituito dall'impresa, con funzione di "garanzia" della remunerazione e del rimborso di un finanziamento concesso dalla SPV. Una seconda struttura che, diversamente, contemplerà la cessione diretta alla SPV dei beni del magazzino che fungeranno da collaterale dei titoli obbligazionari *asset-backed* (c.d. ABS) emessi dalla SPV stessa nell'ambito dell'operazione (o del finanziamento ad essa concesso).

Esaminiamo nel dettaglio queste due tipologie di operazioni.

3.1 *Destocking* e Cartolarizzazioni Sintetiche

Le Cartolarizzazioni Sintetiche sono state in questi ultimi anni un importante strumento di provvista per le imprese italiane, consentendo di rifinanziare portafogli di crediti soprattutto quando la struttura tradizionale – con cessione dei crediti – non era percorribile.

Nel dettaglio, le Cartolarizzazioni Sintetiche prevedono la creazione di un patrimonio destinato tramite "segregazione interna"⁴ da parte di un'azienda a cui la SPV concede un finanziamento a ricorso limitato, ossia a valere su tale patrimonio destinato⁵. La SPV reperisce la provvista necessaria per l'erogazione del finanziamento all'impresa tramite l'emissione di titoli ABS sottoscritti da investitori terzi, o a sua volta, ottenendo da questi ultimi un finanziamento. Gli incassi e gli altri flussi derivanti dal patrimonio destinato sono diretti in via esclusiva alla remunerazione ed al rimborso del finanziamento concesso dalla SPV e, conseguentemente, dei titoli ABS emessi dalla stessa (o del finanziamento ad essa concesso).

Il patrimonio destinato costituito dall'impresa è composto *in primis* da crediti: tuttavia – già ora – può includere anche diritti e beni⁶, ma solo a condizione che essi costituiscano la garanzia del rimborso dei crediti conferiti nel patrimonio. Il Disegno di Legge interviene principalmente su

societaria presso il registro delle imprese ex art. 2436 del codice civile.

⁵ In proposito, la Legge sulla Cartolarizzazione contempla anche la possibilità di realizzare operazioni in cui l'originator risponderà delle proprie obbligazioni di pagamento derivanti dal finanziamento anche tramite il proprio patrimonio personale "non destinato", con gradazioni che potranno variare caso per caso.

⁶ Art. 7, comma 2-*octies* della Legge sulla Cartolarizzazione.

² Articolo 6 (*Misure per favorire il destocking*).

³ Acronimo di *Special Purpose Vehicle*, società *ad hoc* appositamente costituita.

⁴ In particolare, la Legge sulla Cartolarizzazione prevede che, per la costituzione del patrimonio destinato, il soggetto finanziato debba adottare un'apposita deliberazione societaria con cui identificherà in dettaglio tale patrimonio destinato, ossia la porzione del suo attivo patrimoniale che sarà dedicata all'operazione. La "pubblicità" ai terzi del patrimonio destinato si realizza tramite il deposito e l'iscrizione della deliberazione

questo aspetto ampliando il perimetro del patrimonio destinato e favorendo il conferimento in esso dei beni dell'impresa – in tutte le diverse fasi del loro ciclo produttivo – a prescindere dalla sussistenza della sopra citata “funzione di garanzia” a favore dei crediti conferiti nel patrimonio destinato.

Nel dettaglio, il Disegno di Legge introduce le seguenti modifiche all'art. 7 della Legge sulla Cartolarizzazione:

- (*Precisazione sui crediti futuri*) all'art. 7, comma 1, lett. a) viene chiarito che il patrimonio destinato può comprendere non solo crediti esistenti, ma anche futuri. Si tratta di una precisazione che appare utile ancorché non indispensabile atteso che l'art. 1 (*Ambito di applicazione e definizioni*) della Legge sulla Cartolarizzazione già si riferisce ai crediti "sia esistenti sia futuri";
- (*Ampliamento del patrimonio destinato*) all'art. 7, comma 2-*octies*, si prevede che, oltre ai crediti, l'azienda finanziata possa includere nel patrimonio destinato anche “*i diritti e beni all'impiego o alla titolarità dei quali tali crediti siano riferibili, ivi inclusi i prodotti derivanti dalla combinazione e/o trasformazione dei predetti diritti e beni o i beni sostitutivi di quelli precedentemente destinati*”. Si tratta di un ampliamento importante del patrimonio destinato che permette, ad esempio, di includere nel patrimonio anche le materie prime nonché i successivi prodotti derivanti dall'utilizzo, dalla trasformazione e dalla combinazione di tali materie prime nel ciclo di produzione aziendale;
- (*Flessibilità per la segregazione patrimoniale*) all'art. 7, comma 2-*octies*, infine è prevista la possibilità di realizzare la segregazione patrimoniale non solo “internamente”, ma anche mediante la cessione degli attivi del patrimonio destinato a società veicolo d'appoggio di cui all'art. 7.1, comma 4; ossia le società che nelle cartolarizzazioni di crediti deteriorati affiancano la SPV, con il compito di acquisire, gestire e valorizzare i beni e i diritti a garanzia degli attivi cartolarizzati. La proposta normativa contempla anche la possibilità che, a fronte della cessione degli attivi del patrimonio destinato alla società veicolo d'appoggio, quest'ultima si accoli il debito nascente dal finanziamento erogato all'impresa dalla SPV. La norma introduce un'alternativa rilevante per la costituzione e la gestione del patrimonio destinato, nonché un potenziale miglioramento e rafforzamento della segregazione patrimoniale derivante dall'ampia esperienza delle cartolarizzazioni di crediti deteriorati. Tuttavia, l'utilità pratica di questa

modifica legislativa dovrà essere valutata in concreto, anche in considerazione del fatto che le Cartolarizzazioni Sintetiche sinora hanno trovato maggiore applicazione proprio in ipotesi in cui i crediti cartolarizzati non erano cedibili.

In sintesi, la struttura con *sub-participation* già consente nella sua formulazione attuale di conferire anche beni nel patrimonio destinato. Tuttavia, lo stringente requisito della funzione di garanzia tra beni e crediti è stato sinora un ostacolo all'utilizzo di questo strumento per il *destocking*. Le proposte di modifica dovrebbero permettere di superare questo limite e idealmente di includere nel patrimonio destinato della società finanziata tutti i beni che costituiscono il magazzino. Per completezza, si segnala tuttavia che la proposta di legge continua a prevedere i crediti quali attivi essenziali del patrimonio destinato, subordinando la possibilità di conferire in esso anche beni e diritti alla condizione che quest'ultimi siano “riferibili” ai crediti stessi. Al riguardo, sarebbe auspicabile la rimozione di tale condizione in sede di approvazione definitiva del testo di legge, consentendo così la creazione di patrimoni destinati composti anche solo da beni aziendali (e non necessariamente anche crediti). Ciò introdurrebbe un ulteriore elemento di flessibilità nella strutturazione e gestione delle operazioni di *destocking* tramite Cartolarizzazione Sintetica.

Per altro verso, va sottolineato che, al pari del pegno non possessorio, la Cartolarizzazione Sintetica assicurerà – in situazioni di normalità (*i.e.* sin tanto che l'operazione sia *performing*) – che i beni inclusi nel patrimonio destinato rimangano nella titolarità e disponibilità del soggetto finanziato. L'imprenditore infatti sarebbe incaricato della gestione del patrimonio, di cui dovrà monitorare e assicurare tempo per tempo la consistenza, in modo tale da garantire, in ogni momento, sufficienti attivi ai fini della remunerazione del rimborso del finanziamento. Ciò, attraverso il rimpiazzo su base rotativa dei crediti, beni e diritti conferiti nel patrimonio destinato; tecnica tipica e molto comune nelle operazioni di cartolarizzazione.

Infine, è opportuno evidenziare come la segregazione patrimoniale prevista dalla Legge sulla Cartolarizzazione impedisca che gli attivi oggetto di cartolarizzazione siano aggrediti ed inclusi nella massa fallimentare del soggetto finanziato. Ciò costituisce un indubbio aspetto di favore per gli investitori rispetto alla tutela fornita dalle garanzie reali o personali civilistiche che, costituendo semplici cause legittime di prelazione, accordano al creditore solo la possibilità di soddisfarsi in precedenza rispetto agli eventuali creditori chirografari. Ne consegue che la

Cartolarizzazione Sintetica, una volta integrata con le disposizioni del Disegno di Legge, rappresenterà uno strumento maggiormente sicuro e meno rischioso per gli investitori, consentendo alle imprese un risparmio dei costi di finanziamento.

3.2 Destocking e Cartolarizzazione 7.2 di beni mobili anche non registrati

Le Cartolarizzazioni 7.2 sono state una vera rivoluzione copernicana nella finanza strutturata, avendo esteso l'ambito di applicazione delle cartolarizzazioni anche ai beni immobili e ai beni mobili registrati (e non solo ai crediti, come originariamente previsto).

Ora, a seguito della proposta di modifica agli artt. 7, comma 1, lettera b-bis) e 7.2 sarà possibile cartolarizzare i proventi derivanti dalla titolarità in capo alla SPV anche di beni mobili non registrati (e di diritti reali o personali aventi ad oggetto tali beni), nonché i proventi derivanti dall'impiego dei beni stessi.

Le imprese avranno quindi anche la possibilità di smobilizzare e monetizzare il magazzino mediante cessione ad una SPV dei beni dello *stock*, nel contesto di una Cartolarizzazione 7.2. Il cedente otterrebbe pertanto, un immediato finanziamento derivante dalla cessione alla SPV dei propri beni (nella forma del prezzo di cessione), potendo così iniettare nuova liquidità nell'attività produttiva. Ciò potrebbe giovare in primo luogo i settori caratterizzati da lunghi tempi di stagionatura/giacenza dei prodotti come quello agro-alimentare (e.g. prodotti caseari, insaccati, vinicoli ecc.). Tuttavia, grazie alle tecniche strutturali della cartolarizzazione, tra cui *in primis* la consolidata *market practice* dell'uso di strutture "revolving", sarà più semplice rifinanziare anche beni con tempi di giacenza inferiori, procedendo al loro rimpiazzo (con nuovi beni) su base periodica.

Inoltre, la SPV - soggetto difficilmente fallibile e capace di garantire la segregazione dei beni all'interno del proprio patrimonio - acquisterà i prodotti e dovrà gestirli e amministrarli per il tramite di un *asset manager* (ruolo che tendenzialmente sarà ricoperto dallo stesso imprenditore finanziato), dotato delle competenze e delle autorizzazioni necessarie per la valorizzazione della merce.

Le Cartolarizzazioni 7.2 di beni anche non registrati dovrebbero risultare particolarmente appetibili per gli investitori e per le aziende anche in ragione degli indubbi vantaggi derivanti dalla cessione dei beni quali, ad esempio (i) un controllo totale dei

beni e dei relativi proventi o flussi futuri, (ii) una maggiore sicurezza rispetto alle vicende fallimentari dell'azienda cedente, (iii) la possibilità del trattamento fuori bilancio dei beni per l'azienda cedente stessa.

4. Conclusioni

Il Disegno di Legge introduce una serie di efficaci, innovative e positive misure a favore delle imprese italiane che favoriranno la realizzazione di operazioni di *destocking* grazie alla tecnica finanziaria della *securitisation*.

Queste misure rappresenteranno anche un'ulteriore evoluzione della normativa sulla cartolarizzazione che, nata principalmente al servizio delle banche e degli intermediari finanziari, negli anni si è evoluta ed è diventata sempre più uno strumento utile per finanziare e sostenere l'economia reale e le imprese italiane.

Le proposte normative offriranno nuove opportunità sia per le imprese italiane che per le banche e gli investitori.

Per quanto riguarda le imprese, le nuove misure legislative consentiranno loro *in primis* di accedere al mercato dei capitali e ai relativi strumenti di finanziamento, noti per essere competitivi e con indubbi vantaggi di costo rispetto al canale bancario tradizionale.

In aggiunta, le imprese potranno ottenere liquidità immediata per finanziare il loro ciclo produttivo facendo leva sui beni aziendali - sia a lunga che a breve giacenza/stagionatura - senza dover attendere l'impiego o la commercializzazione dello *stock* di magazzino. Questo conservando al contempo la disponibilità materiale dei beni del magazzino, potendo quindi continuare ad impiegarli nel processo produttivo.

Infine, sul piano contabile, il trasferimento dei beni (o del relativo rischio) ad una SPV potrebbe comportare una riduzione del valore delle rimanenze attive iscritte in bilancio, con potenziali effetti migliorativi degli indicatori economico-finanziari dell'impresa.

Quanto invece alle banche e agli investitori, le novità contenute nel Disegno di Legge potrebbero favorire il coinvolgimento nel mondo della finanza strutturata e della cartolarizzazione di una platea di *originator* più ampia come imprese, consorzi, reti di imprese nonché strutture associative o consortili. Questa tipologia di operazioni, infatti, ben si presta al coinvolgimento di realtà multilaterali, in grado di favorire economie di scala, semplificare i processi negoziali (con un unico interlocutore) e risolvere i

rischi operativi nei casi più critici e nella fase di esecuzione, attraverso forme di *cross-selling* tra operatori del medesimo settore produttivo.

Come già accennato, l'utilizzo delle strutture contemplate dalla Legge sulla Cartolarizzazione consentirà anche di costituire garanzie su beni attraverso procedure semplificate e con oneri operativi, costi finanziari e fiscali più contenuti.

Più in generale, il progetto normativo creerà per le banche e gli investitori un'opportunità d'investimento in una nuova asset class, beneficiando della segregazione patrimoniale e degli altri presidi tipici delle cartolarizzazioni.

Attese e considerate tutte le potenziali nuove opportunità di business sopra illustrate, non resta che concludere il presente intervento augurandosi una rapida approvazione del Disegno di Legge e delle importanti modifiche alla normativa sulla cartolarizzazione da esso contemplate.



Federico Del Monte

Partner

+390230356000
federico.delmonte@twobirds.com



Corrado Fiscale

Partner

+390230356000
corrado.fiscale@twobirds.com



Pietro Castoldi

Senior Associate

+390230356000
pietro.castoldi@twobirds.com



Diego Del Principe

Senior Associate

+390230356000
diego.delprincipe@twobirds.com



Anita Lucchini

Associate

+390230356000
anita.lucchini@twobirds.com



Federico Mariani

Associate

+390230356000
federico.mariani@twobirds.com



Sofia Golzi

Trainee Associate

+390230356000
sofia.golzi@twobirds.com



Gloria Messina

Trainee Associate

+390230356000
gloria.messina@twobirds.com



Tommaso Pallastrelli

Trainee Associate

+390230356000
tommaso.pallastrelli@twobirds.com

twobirds.com

Abu Dhabi • Amsterdam • Beijing • Bratislava • Brussels • Budapest • Casablanca • Copenhagen • Dubai
• Dublin • Dusseldorf • Frankfurt • The Hague • Hamburg • Helsinki • Hong Kong • London • Lyon
• Madrid • Milan • Munich • Paris • Prague • Riyadh • Rome • San Francisco • Shanghai • Shenzhen
• Singapore • Stockholm • Sydney • Tokyo • Warsaw

The information given in this document concerning technical legal or professional subject matter is for guidance only and does not constitute legal or professional advice. Always consult a suitably qualified lawyer on any specific legal problem or matter. Bird & Bird assumes no responsibility for such information contained in this document and disclaims all liability in respect of such information.

This document is confidential. Bird & Bird is, unless otherwise stated, the owner of copyright of this document and its contents. No part of this document may be published, distributed, extracted, re-utilised, or reproduced in any material form.

Bird & Bird is an international legal practice comprising Bird & Bird LLP and its affiliated and associated businesses.

Bird & Bird LLP is a limited liability partnership, registered in England and Wales with registered number OC340318 and is authorised and regulated by the Solicitors Regulation Authority (SRA) with SRA ID497264. Its registered office and principal place of business is at 12 New Fetter Lane, London EC4A 1JP. A list of members of Bird & Bird LLP and of any non-members who are designated as partners, and of their respective professional qualifications, is open to inspection at that address.