

## Le recenti modifiche alla Legge 130/1999 introdotte dalla Legge di Bilancio 2019

### 1. Premessa

La legge 30 dicembre 2018, n. 145 (“**Legge di Bilancio 2019**”) ha introdotto, per mezzo dei commi 1088, 1089 e 1090 dell’articolo 1, alcune modifiche alla legge del 30 aprile 1999, n. 130 in materia di cartolarizzazione dei crediti (la “**Legge sulla Cartolarizzazione**”). Si tratta di un complesso di norme piuttosto eterogeneo e frazionato, che in parte modifica alcune disposizioni già introdotte per mezzo di precedenti riforme<sup>1</sup>.

Le novità legislative mirano, principalmente: (i) a favorire il finanziamento delle piccole e medie imprese da parte delle società veicolo di cartolarizzazione (“**SPV**”), sia mediante la sottoscrizione da parte di queste ultime di strumenti di debito, sia attraverso l’erogazione c.d. “*diretta*” di finanziamenti; (ii) ad introdurre inoltre un nuovo modello di cartolarizzazione “*immobiliare*” all’articolo 7 (*Altre operazioni*); e (iii) a chiarire alcuni aspetti della disciplina preesistente relativa alle operazioni realizzate mediante la c.d. “*subparticipation*” (art. 7 della Legge sulla Cartolarizzazione).

### 2. Le modifiche introdotte dalla Legge di Bilancio 2019

Di seguito, si analizzano brevemente le principali innovazioni introdotte dal Legislatore:

#### a) **Art. 1, comma 1-bis, della Legge sulla Cartolarizzazione: deroga ai limiti all’emissione di titoli obbligazionari in caso di sottoscrizione dei titoli da parte della società di cartolarizzazione**

Le nuove disposizioni puntano ad ampliare ed agevolare la possibilità per la SPV di procedere alla “*sottoscrizione o l’acquisto di obbligazioni e titoli simili ovvero cambiali finanziarie*”. Si tratta di una possibilità per la SPV introdotta dal Legislatore già nel 2014<sup>2</sup> e che ora si intende incentivare attraverso una deroga ai limiti di emissione posti dal codice civile in capo alle società che intendono emettere titoli di debito.

In particolare, la nuova regola dispone che, nel caso in cui i titoli emessi dalla società di cartolarizzazione siano destinati a investitori qualificati (come definiti ai sensi dell’articolo 100 del Testo Unico della Finanza (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58)):

- (i) i titoli di debito destinati ad essere sottoscritti da una società di cartolarizzazione possono essere emessi anche in deroga all’articolo 2483, secondo comma, del codice civile<sup>3</sup>; e

<sup>1</sup> Cfr. D.L. 23 dicembre 2013, n. 145, convertito con modificazioni dalla legge 21 febbraio 2014, n. 9 e D.L. 24 giugno 2014, n. 91, convertito con modificazioni dalla legge 11 agosto 2014, n. 116. Si ricorda inoltre, per completezza, che la Legge sulla Cartolarizzazione è stata oggetto di recenti modifiche apportate dal D. L. 24 aprile 2017, n. 50, convertito con modificazioni dalla legge 21 giugno 2017, n. 96. La riforma del 2017 ha introdotto alcune nuove disposizioni – non oggetto di modifica da parte della Legge di Bilancio 2019 – al fine di facilitare la cessione dei crediti deteriorati (c.d. *non-performing loans* o *NPLs*) da parte delle banche, ed è già stata oggetto di una nostra precedente analisi nella newsletter “*Modifiche alla legge sulla cartolarizzazione dei crediti*” reperibile all’indirizzo [http://www.gop.it/doc\\_pubblicazioni/673\\_otfkyjp4wq\\_ita.pdf](http://www.gop.it/doc_pubblicazioni/673_otfkyjp4wq_ita.pdf).

<sup>2</sup> Il comma “1-bis” è stato aggiunto dalla lettera a) del comma 1 dell’art. 12, D.L. 23 dicembre 2013, n. 145, come sostituita dalla legge di conversione 21 febbraio 2014, n. 9.

<sup>3</sup> Ai sensi dell’articolo 2483, secondo comma, del codice civile, in caso di emissione di titoli obbligazionari da parte di una società a responsabilità limitata (i) tali titoli possono essere sottoscritti unicamente da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza

- (ii) il requisito della quotazione previsto dall'articolo 2412 del medesimo codice<sup>4</sup> si considera soddisfatto rispetto alle obbligazioni anche in caso di quotazione dei soli titoli emessi dalla SPV.

Le modifiche sopra introdotte sembrerebbero, in particolare, agevolare il finanziamento delle PMI italiane tramite emissione di capitale di debito (tra cui l'emissione di *minibond*, oggetto di numerosi interventi legislativi negli ultimi anni) attraverso il superamento dei limiti legali all'emissione di titoli ove gli stessi siano sottoscritti nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione.

**b) Articolo 1, comma 1-ter, della Legge sulla Cartolarizzazione: riconoscimento delle c.d. cartolarizzazioni miste e soppressione del riferimento alle microimprese**

Il comma in esame, introdotto da una delle riforme richiamate in Premessa<sup>5</sup>, introduce la facoltà per le SPV di concedere finanziamenti nei confronti di determinate categorie di soggetti beneficiari, nell'intento di ampliare lo spettro delle fonti di finanziamento disponibili in alternativa al credito bancario. A tal riguardo, la Legge di Bilancio 2019 apporta le seguenti innovazioni:

- (i) la nuova disposizione amplia la platea dei possibili beneficiari dei finanziamenti concessi dalla SPV, semplificando inoltre l'accesso al credito: all'articolo 1, comma 1-ter, il riferimento alle "microimprese"<sup>6</sup> è stato sostituito con un diverso riferimento alle "imprese che presentino un totale di bilancio inferiore a 2 milioni di euro". Nei confronti di tali soggetti e delle persone fisiche la SPV non può erogare finanziamenti, mentre ogni altro soggetto può astrattamente esserne beneficiario; e
- (ii) è stato chiarito che le SPV, nell'ambito della medesima operazione di cartolarizzazione e a valere sul medesimo patrimonio separato, possano, contestualmente, concedere finanziamenti ai sensi dell'articolo 1, comma 1-ter della Legge sulla Cartolarizzazione e acquistare crediti secondo il tradizionale modello di cartolarizzazione (c.d. cartolarizzazioni "miste").

**c) Articolo 7, comma 1, lett. a) della Legge sulla Cartolarizzazione: la disciplina della c.d. subparticipation**

All'articolo 7 della Legge sulla Cartolarizzazione, il Legislatore ha integrato il comma 1, lett. a) ed aggiunto i nuovi commi 2-octies e 2-novies, con riferimento alle operazioni di cartolarizzazione realizzate tramite concessione di un finanziamento (c.d. operazioni di *subparticipation*).

La riforma interviene chiarendo i limiti di una fattispecie raramente impiegata nella pratica, che prevede, in sostanza, la concessione di un finanziamento da parte della SPV il cui rimborso rimane subordinato al rendimento di un portafoglio di crediti specificamente individuato. A differenza di

---

prudenziale, e (ii) in caso di successiva circolazione dei titoli, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima.

<sup>4</sup> Ai sensi dell'articolo 2412 del codice civile, la società può emettere obbligazioni per una somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. La norma però prevede alcune esposte deroghe a questo limite, e precisamente: (i) se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali (ii) se le obbligazioni sono garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società; (iii) se le obbligazioni sono destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni.

<sup>5</sup> Comma aggiunto dalla lettera a) del comma 6 dell'art. 22, D.L. 24 giugno 2014, n. 91.

<sup>6</sup> Ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 1, dell'allegato alla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione europea del 6 maggio 2003, si definisce microimpresa "un'impresa che occupa meno di 10 persone e realizza un fatturato annuo o un totale di bilancio annuo non superiori a 2 milioni di euro".

quanto accade nello schema di cartolarizzazione tradizionale, quindi, i crediti restano di titolarità dell'*originator*, mentre i flussi finanziari derivanti dagli stessi sono destinati ai sottoscrittori dei titoli emessi dalla SPV.

Al riguardo, nel probabile tentativo di rilanciare tale tipologia di operazioni, il Legislatore ha provato a chiarire alcuni aspetti della disciplina, in considerazione dell'incertezza degli operatori circa l'effettività del vincolo tra i crediti cartolarizzati e il relativo finanziamento concesso dalla SPV e del regime di segregazione applicabile a tali crediti (in particolare in caso di successivo fallimento del soggetto finanziato). Al riguardo, si prevede:

- (i) da un lato, un'elencazione, a titolo esemplificativo, delle modalità attraverso cui è possibile "segregare" (o anche "vincolare") i crediti cartolarizzati in funzione del rimborso del finanziamento (i.e., costituzione di pegno sui crediti o obbligo del soggetto finanziato di corrispondere alla società di cartolarizzazione i proventi derivanti da tali crediti) (cfr. art. 2-*octies* e 2-*novies*, di nuova introduzione); e
  - (ii) dall'altro lato, si prevede che alcune regole di dettaglio dovranno essere chiarite per mezzo di uno o più decreti ministeriali da emanarsi entro il termine di 90 giorni dalla data di entrata in vigore della Legge di Bilancio 2019. I decreti delegati dovranno, *inter alia*, definire le modalità con cui i crediti oggetto di cartolarizzazione possono costituire patrimonio separato e gli effetti di tale separazione nonché le modalità e le finalità con cui il soggetto finanziato "*effettua la destinazione dei crediti cartolarizzati, gli effetti dell'eventuale segregazione, le modalità di costituzione delle garanzie sui beni, sui diritti e sui crediti segregati, anche nel caso in cui il soggetto finanziato sia soggetto a procedura concorsuale, e l'eventuale conferimento alla società di cartolarizzazione per l'amministrazione e la gestione dei crediti cartolarizzati*".
- d) **Articolo 7, comma 1, lett. b-bis della Legge sulla Cartolarizzazione: la cartolarizzazione di "proventi" derivanti da beni immobili**

Il Legislatore è inoltre intervenuto sul testo dell'articolo 7 della Legge sulla Cartolarizzazione, introducendo testualmente una nuova modalità di cartolarizzazione. Nello specifico, al comma 1 è stato inserito un nuovo sotto-paragrafo "*b-bis*" che introduce la nuova cartolarizzazione di "*proventi derivanti dalla titolarità di beni immobili, beni mobili registrati e diritti reali o personali aventi ad oggetto medesimi beni*"<sup>7</sup>.

La formulazione della norma è piuttosto scarna e non individua esattamente il concetto di "*proventi*" oggetto di cartolarizzazione; volendo ipotizzare un ambito applicativo più ampio rispetto al concetto di "*crediti*" impiegato nella legge, si potrebbe argomentare che queste operazioni possano quindi ricomprendere i flussi finanziari derivanti sia dalla messa a reddito che dalla dismissione di beni immobili.

Purtroppo, però, il disposto della norma è piuttosto succinto e non consente di individuare con certezza i limiti della fattispecie ed, in particolare, le modalità con cui realizzare la segregazione dei beni dai quali saranno realizzati i "*proventi*" posti a servizio dell'operazione di cartolarizzazione.

---

<sup>7</sup> L'ordinamento italiano ha già conosciuto una prima regolamentazione di operazioni di "cartolarizzazione immobiliare" aventi ad oggetto immobili pubblici, nei primi anni duemila (c.d. cartolarizzazioni "SCIP"). Si trattava, però, di regole *ad hoc* per alcune operazioni specifiche, alle quali non è mai seguita una disciplina generale in materia di cartolarizzazione di immobili.

### 3. Considerazioni preliminari

Nonostante le lodevoli intenzioni, sembrerebbero sussistere taluni profili di incertezza con riguardo alle norme introdotte con la Legge di Bilancio 2019. Segnaliamo, in particolare, i seguenti profili meritevoli di approfondimento:

- a) **i limiti della fattispecie della cartolarizzazione realizzata “mediante erogazione di un finanziamento”**: come già indicato sopra, il Legislatore non ha descritto in modo compiuto questa fattispecie, ma sembra essersi limitato a produrre un elenco “aperto” di modalità con le quali realizzare l’operazione. Di conseguenza, in attesa della legislazione delegata che dovrà intervenire sull’argomento, l’ambito di applicazione della norma non sembra comunque essere stato definito con precisione (e non è chiaro, ad esempio, se la segregazione dei beni posti a servizio dell’operazione ne sia una componente essenziale o solo facoltativa);
- b) **le modalità di “segregazione” dei beni oggetto di un’operazione di cartolarizzazione di “proventi” relativi a beni immobili**: con riguardo alle cartolarizzazioni relative a “proventi” di immobili di cui all’articolo 7, comma 1, lett. *b-bis*), la disciplina introdotta dal Legislatore è particolarmente scarna e non è prevista, allo stato attuale, l’emanazione di ulteriore disciplina secondaria che ne precisi meglio gli ambiti di applicazione. Residuano quindi alcuni dubbi interpretativi: (i) cosa si intenda per “proventi” ed, in particolare, se l’espressione possa riferirsi solo a crediti futuri ma relativi a contratti già sottoscritti (preliminari di vendita, contratti di locazione etc.) ovvero anche, più in generale, ad ulteriori flussi finanziari derivanti dall’esecuzione di contratti futuri relativi ai beni individuati nei documenti dell’operazione; e (ii) se e come i beni oggetto dell’operazione possano essere oggetto di segregazione, in modo da assicurare che il patrimonio destinato all’operazione non sia aggredito da parte di creditori terzi, non coinvolti nell’operazione.

Da ultimo, si segnala che, nonostante l’intento chiarificatore della riforma in esame, il Legislatore sembrerebbe non aver colto l’opportunità per chiarire la disposizione di cui ai commi *2-quater* e seguenti<sup>8</sup> dell’articolo 7 della Legge sulla Cartolarizzazione il cui ambito di applicazione, dunque, rimane incerto e potrebbe essere oggetto di ulteriore precisazione, come per le altre fattispecie interessate da quest’ultima riforma.




---

<sup>8</sup> Tale previsione prevede che la Legge sulla Cartolarizzazione “*si applica altresì alle operazioni di cartolarizzazione di crediti sorti dalla concessione di uno o più finanziamenti da parte della società emittente i titoli*” e che, “*nel caso di operazioni realizzate mediante concessione di finanziamenti [...] a tali operazioni si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni dell’articolo 1, 2, 3, 5, 6 e 7.*”

Il presente documento viene consegnato esclusivamente per fini divulgativi.  
Esso non costituisce riferimento alcuno per contratti e/o impegni di qualsiasi natura.  
Per ogni ulteriore chiarimento o approfondimento Vi preghiamo di contattare:




**Giuseppe De Simone**  
Partner

*Diritto Bancario e Finanziario*

 Roma  
 +39 06 478751  
 @ gdesimone@gop.it




**Stefano Agnoli**  
Partner

*Diritto Bancario e Finanziario*

 Roma  
 +39 06 478751  
 @ sagnoli@gop.it




**Domenico Gentile**  
Counsel

*Diritto Bancario e Finanziario*

 Milano  
 +39 02 763741  
 @ dgentile@gop.it

**Alfonso Parziale**  
Associate

*Diritto Bancario e Finanziario*

 Roma  
 +39 06 478751  
 @ aparziale@gop.it



INFORMATIVA EX ART. 13 D. LGS. 196/2003 - Codice in materia di protezione dei dati personali

I dati personali oggetto di trattamento da parte dallo studio legale Gianni, Origoni, Grippo, Cappelli & Partners (lo "Studio") sono quelli liberamente forniti nel corso di rapporti professionali o di incontri, eventi, workshop e simili, e vengono trattati anche per finalità informative e divulgative. La presente newsletter è inviata esclusivamente a soggetti che hanno manifestato il loro interesse a ricevere informazioni sulle attività dello Studio. Se Le fosse stata inviata per errore, ovvero avesse mutato opinione, può opporsi all'invio di ulteriori comunicazioni inviando una e-mail all'indirizzo: [relazioniesterne@gop.it](mailto:relazioniesterne@gop.it). Titolare del trattamento è lo studio Gianni, Origoni, Grippo, Cappelli & Partners, con sede amministrativa in Roma, Via delle Quattro Fontane 20.