

La cartolarizzazione dei crediti: pregi e limiti della normativa italiana

La recente approvazione della normativa sulla cartolarizzazione dei crediti consente agli operatori nazionali di ricorrere più agevolmente all'Asset-backed securitisation (Abs). La legge 130/99 assicura equilibrio tra benefici ottenibili e costi da sostenere per attuare un programma di Abs. Il mercato nazionale ne risulta potenziato anche se le disposizioni non sembrano esenti da limiti e omissioni.

Mario La Torre

Università di Roma «La Sapienza»

1 Premessa

La titolarizzazione degli attivi, tecnica finanziaria nata e sviluppatasi negli Stati Uniti, ha vissuto in Europa alterni destini. In Italia, l'Asset-backed securitisation (Abs), riconosciuta dagli operatori come strumento funzionale a numerosi obiettivi gestionali propri delle imprese finanziarie e di quelle industriali, vede la luce agli inizi degli anni Novanta. Ai primi timidi tentativi si sono succedute esperienze via via più frequenti e sofisticate¹. Allo stato attuale il mercato italiano dell'Asset-backed securitisation, pur non figurando tra i mercati europei più attivi, può vantare una propria dignità dimensionale. Tuttavia, è innegabile che le potenzialità di sviluppo della tecnica siano state frustrate dall'assenza di una normativa specifica in materia². L'analisi dei programmi portati a termine da originator italiani evidenzia come gli operatori abbiano spesso dovuto «correggere» la struttura tipica dell'operazione. La mancanza di disposizioni ad hoc, surrogata, ove possibile, dall'interpretazione estensiva di norme generali, ha generato, da un lato, incertezza sul trattamento effettivo assicurato all'operazione, dall'altro ha imposto agli operatori costi elevati, e spesso non rispondenti alla vera natura dell'architettura finanziaria. Non a caso, molte delle operazioni originate in Italia hanno previsto Special purpose vehicles (Spv) off-shore.

La recente approvazione di un testo normativo sulla titolarizzazione degli attivi risponde, dunque, ad una duplice esigenza³: consentire agli operatori nazionali di ricorrere all'asset securitisation in modo agevole, assicurando equilibrio tra benefici ottenibili e costi da sostenere; potenziare il mercato interno, minimizzando la dispersione di risorse finanziarie e capacità professionali.

Il presente articolo, piuttosto che risolversi in una mera analisi dei singoli tasselli normativi che compongono il testo, si pone l'obiettivo di cogliere il grado di coerenza tra le disposizioni previste e la natura dell'operazione, anche alla luce dei quadri regolamentari adottati dagli altri paesi europei. A tal fine, diviene irrinunciabile chiarire, in via preliminare e strettamente funzionale all'obiettivo, la natura dell'operazione e l'environment normativo che, in linea teorica, ne condiziona il successo sul mercato ed il raggiungimento degli obiettivi da parte dell'originator. Congruità ed eventuali debolezze della legge italiana emergono naturalmente da una simile analisi.

2 Le variabili da monitorare per il buon esito dell'operazione

Nella sua configurazione più immediata, l'Asset-backed securitisation si risolve in una cessione, da parte di un originator, di attività omogenee ad un soggetto esterno (Spv), il quale finanzia l'acquisto attraverso

¹ Si veda La Torre M., 1999 (b).

² Per un'analisi dei principali mercati europei dell'Asset-backed securitisation e degli impianti normativi in vigore nei diversi paesi, si veda La Torre M., 1998(a).

³ L. 30 aprile 1999, n. 130, Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti, in *Gazzetta Ufficiale* n. 111 del 14 maggio 1999, serie generale.

so l'emissione e il collocamento sul mercato di valori mobiliari, per un importo equivalente a quello della cessione⁴.

La securitisation degli attivi si differenzia da una semplice attività di cessione in primo luogo per lo stretto rapporto che lega attivi ceduti e titoli emessi, ovvero, debitori originari e investitori nelle Asset-backed securities (Abs). La peculiarità dell'operazione, tuttavia, non si esaurisce in questo elemento di immediata visibilità. La natura più profonda dell'Abs, e dunque il registro normativo ad essa più aderente, può essere individuato solo attraverso un'analisi dell'environment proprio della titolarizzazione⁵. In particolare, è necessario comprendere, da un lato, quali siano gli obiettivi ricercati dall'originator e quali le condizioni da rispettare perché questi possano essere raggiunti; dall'altro, quali siano i vincoli da considerare per il buon esito dell'operazione e le variabili che ne condizionano la convenienza (tavola 1).

L'obiettivo di un'operazione di Abs. Le determinanti di un'operazione di Abs possono essere numerose e dipendono, in larga misura, dalla natura dell'originator. L'asset securitisation può essere considerata come una fonte alternativa di accesso al capitale di credito, come pure una tecnica funzionale a politiche di stato patrimoniale e di conto economico⁶. L'eliminazione degli attivi dallo stato patrimoniale dell'originator è spesso condizione necessaria al raggiungimento degli obiettivi individuati dall'originator. Perché questo avvenga, tuttavia, è necessario che il passaggio degli attivi allo Spv rispetti alcune condizioni. Risultano importanti, in tale ottica, il metodo di trasferimento utilizzato e i principi contabili in vigore. Occorre, in primo luogo, che si realizzi una true sale,

ovvero che il cedente si spogli effettivamente di ogni diritto e onere relativo agli attivi oggetto della cartolarizzazione, e in secondo luogo che i principi contabili considerino il metodo di trasferimento idoneo a dare vita a una true sale. Solo in tal caso l'originator potrà ottenere un trattamento off-balance sheet per gli attivi cartolarizzati.

Tuttavia, quando si considerino originator finanziari, il rispetto dei principi contabili può non essere sufficiente. In particolare, quando gli obiettivi dell'originator siano riferibili a politiche di bilancio volte al rispetto di obblighi di vigilanza prudenziale, è necessario tener conto di quanto disposto dai principi di vigilanza. Diviene necessario, cioè, che gli attivi titolarizzati non rientrino negli aggregati considerati per il calcolo degli obblighi stessi. In generale, l'orientamento delle autorità di vigilanza, comunitarie e non, è quello di considerare il grado effettivo di rischio, collegato agli attivi ceduti, che rimane in capo all'originator al termine dell'operazione, prescindendo anche dallo stesso metodo di trasferimento.

Un ultimo aspetto da considerare riguarda la natura dei titoli emessi. Le operazioni di Abs possono essere disegnate ricorrendo a differenti strutture operative. Tra queste è possibile rintracciare due importanti opzioni: le strutture pass-through e quelle debitorie. Gli elementi che caratterizzano le diverse strutture fanno riferimento alla titolarità degli attivi ceduti e alla natura dei flussi finanziari originati dall'operazione. Nelle strutture pass-through lo Spv non acquista la titolarità degli attivi ma agisce in nome e per conto degli investitori finali, emettendo titoli che sono rappresentativi di diritti di proprietà; i flussi finanziari ricevuti dagli investitori in Abs sono strettamente correlati ai flussi pagati dai debitori ceduti. Nelle strutture debitorie, lo Spv acquista la proprietà degli attivi ed emette Abs che hanno natura di titoli di debito; in tal caso lo Spv emittente ha completa libertà nel disegnare la struttura dei pagamenti agli investitori finali. Nell'ipotesi, che lo Spv sia partecipato dall'originator, l'utilizzo di strutture debitorie può compromettere il trattamento off-balance sheet a livello di bilancio consolidato.

Il vincolo di un'operazione di Abs. Il buon esito dell'operazione dipende, evidentemente, dall'interesse con il quale gli investitori accolgono i titoli emessi. Il successo del colloca-

Tavola 1

L'environment di un'operazione di Abs

Obiettivo	Vincolo	Altre variabili
Trattamento attivi titolarizzati	Protezione investitori In Abs	Convenienza dell'operazione
Metodo di trasferimento	Metodo di trasferimento	
Principi contabili		Principi di vigilanza
Principi di vigilanza	Natura dello Spv	Normativa fiscale
		Disciplina valori mobiliari
Natura del titolo Abs	Garanzie prestate	Natura del titolo Abs

4 Per un'analisi dettagliata delle strutture operative dell'Asset-backed securitisation, si veda La Torre M., 1995.

5 Per un'analisi approfondita dell'environment dell'Abs si veda La Torre M., 1995.

6 Per un'analisi delle determinanti e dei rischi dell'Abs, si veda La Torre M., 1995 e La Torre M., 1998 (b).

mento è funzione, in gran parte, del rating assegnato alle Asset-backed securities. La protezione degli investitori, dunque, diviene un vincolo imprescindibile che, in un'operazione di Abs, viene rispettato in modo assolutamente peculiare.

Poiché l'elemento caratterizzante di un'operazione di Abs consiste nell'offrire agli investitori finali titoli il cui rendimento, e il cui rischio, siano strettamente e unicamente correlati al rendimento e al rischio incorporato dai crediti ceduti, l'architettura dell'operazione deve realizzare un «isolamento» delle attività cartolarizzate, in modo da ricondurre ai soli eventi collegabili ai debitori principali eventuali interruzioni di pagamento agli investitori finali.

Anche in questa circostanza, assume rilevanza il metodo di trasferimento. Diventano, cioè, importanti le modalità di cessione e il rispetto dei requisiti che la rendono efficace nei confronti dei debitori, dei terzi e del curatore fallimentare del cedente. La true sale libera dal rischio che l'originator possa vantare diritti sugli attivi, una volta che questi siano stati ceduti; la notifica della cessione mette al riparo dall'ipotesi che i debitori ceduti, che non avessero ricevuto notifica della cessione o non l'avessero accettata, possano ritenersi liberati pagando al cedente o possano compensare i propri debiti nei confronti dello Spv con altri crediti vantati nei confronti dell'originator; l'efficacia della cessione assicura lo Spv dall'eventualità che terzi creditori dell'originator, o il curatore fallimentare del cedente, si appropriino del cash flow generato dal portafoglio crediti.

La protezione degli investitori in Abss, tuttavia, non si esaurisce nel rispetto delle citate condizioni. Generalmente, in un tipico schema di asset securitisation, lo Spv assume la natura particolare di bankruptcy remote company. In primo luogo, lo Spv è dotato di un assetto proprietario indipendente dall'originator. Questa circostanza assicura dall'eventualità che difficoltà gestionali del cedente possano, anche indirettamente, condizionare la capacità dello Spv di trasmettere i pagamenti agli investitori finali. Per evitare che su questi possa ricadere un rischio creditizio derivante da difficoltà gestionali dello stesso Spv, l'emittente assume di norma anche la natura di una special purpose company, ovvero di una società che non può intraprendere altra atti-

ività che quella di acquistare gli attivi ed emettere Abss.

Infine, a maggiore tutela degli investitori finali, i titoli Abss sono generalmente supportati da garanzie offerte, pro quota, da controparti esterne o dallo stesso originator.

La convenienza di un'operazione di Abs. La decisione di attuare un programma di cartolarizzazione, e la struttura specifica dell'operazione stessa dipendono dal grado di convenienza relativa che il potenziale originator attribuisce all'Abs rispetto ad alternative ugualmente funzionali all'obiettivo perseguito.

In tale ottica, assumono rilevanza alcuni fattori tipici di una classica analisi costi-benefici.

In primo luogo, la variabile fiscale. Questa può influenzare un programma di Abs a quattro livelli: il regime di tassazione indiretta riferibile all'attività di cessione dei crediti, la tassazione dei titoli Abss in mano agli investitori finali, la tassazione in capo allo Spv, riferibile agli interessi attivi ricevuti dai debitori originari e a quelli passivi trasferiti agli investitori, la tassazione dei redditi dell'originator derivanti dall'attività di cessione e dall'offerta di servizi allo Spv. Il metodo di trasferimento, la natura dei titoli emessi e la natura giuridica dello Spv e dell'originator determinano, dunque, il quadro fiscale di un'operazione di Abs e ne condizionano la convenienza per l'originator e per gli investitori in Abss.

Tra le variabili che determinano la maggiore o minore convenienza dell'operazione è possibile annoverare anche alcuni elementi riferibili alla disciplina giuridica dei valori mobiliari e dell'attività di collocamento.

La natura giuridica del titolo emesso può risultare condizionata dalla natura giuridica dello Spv; la natura e la dotazione patrimoniale dello Spv possono, a loro volta, determinare precisi limiti quantitativi all'emissione non compatibili con il programma progettato.

Così pure, la natura del collocamento può incidere sugli oneri informativi e sui controlli di stabilità da assolvere, condizionando il livello dei costi oltre che la struttura dell'operazione stessa.

Infine, con particolare riguardo agli intermediari finanziari vigilati, anche i principi di vigilanza possono condizionare il grado di convenienza del ricorso all'Abs. Differenti trattamenti

dell'operazione da parte delle autorità di vigilanza possono rendere eccessivamente onerosi, superflui o solo parzialmente funzionali programmi di Abs progettati con l'intento di assicurarsi il rispetto degli obblighi di vigilanza prudenziale.

3 La normativa italiana sulla cartolarizzazione dei crediti: un'analisi delle disposizioni

La legge n. 130/99 sulla cartolarizzazione dei crediti, approvata dal Senato in via definitiva il 22 aprile 1999, si compone di sette articoli che definiscono la natura dell'operazione (artt. 1 e 7), i soggetti coinvolti (artt. 1, 2 e 3), le modalità operative (artt. 2, 4 e 5), gli obblighi fiscali e di bilancio (art. 6) e quelli di vigilanza (artt. 2, 3 e 5). Secondo tali disposizioni, l'Abs italiana si configura come un'attività di cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, da parte di un originator anche non finanziario, ad un soggetto esterno che ha natura di intermediario finanziario. Lo schema operativo regolamentato dalla legge riconduce ad una tipica struttura debitoria in cui la titolarità degli attivi ceduti è trasferita allo Spv e i titoli da questo emessi sono assimilabili alle obbligazioni. All'operazione possono prendere parte una società di servicing, un'agenzia di rating e prestatori di garanzie esterne. La legge definisce, inoltre, le modalità con le quali effettuare la cessione, gli obblighi di informativa e di vigilanza da osservare nella fase di emissione e di collocamento dei titoli e la disciplina fiscale e di bilancio riferibile al programma di titolarizzazione.

Alla luce delle osservazioni precedentemente sviluppate, il testo di legge può essere analizzato riconducendo natura e significatività delle singole previsioni normative alle diverse variabili che costituiscono l'environment dell'Asset-backed securitisation. È possibile comprendere, per tale via, se, e in quale misura, le disposizioni prevedano, da un lato, una struttura funzionale agli obiettivi dell'originator e alla tutela degli investitori, dall'altro, un quadro regolamentare non eccessivamente oneroso, e comunque coerente con l'effettiva natura dell'operazione.

Le norme relative al trattamento degli attivi cartolarizzati. Si è visto come il trattamento degli attivi ceduti sia la variabile che, prima di tutte, è in grado di condizionare il

raggiungimento da parte dell'originator degli obiettivi che determinano un programma di titolarizzazione. L'eliminazione degli attivi dallo stato patrimoniale del cedente risulta funzione del metodo di trasferimento utilizzato e del relativo trattamento contabile, dei principi di vigilanza e, infine, della natura del titolo emesso (tavola 2).

In tale ottica, la legge in esame contiene previsioni esplicite solo con riferimento alla natura dei titoli.

Pur disciplinando la modalità di cessione (art. 4), nulla è detto sul metodo di trasferimento. Il richiamo implicito ai principi contabili appare scontato. In materia, la Consob si era già espressa con una propria Comunicazione, ribadendo il trattamento off-balance sheet dei soli crediti ceduti pro soluto, e chiarendo che i rischi impliciti nelle forme di garanzia interne prestate dall'originator, attraverso differimento del pagamento o prestito subordinato, vengono comunque catturati dalle specifiche poste non monetarie, valutate secondo l'effettiva recuperabilità del portafoglio oggetto di smobilizzo⁷. In definitiva, dunque, la disciplina italiana consente all'originator il trattamento off-balance sheet dei crediti cartolarizzati solamente nel caso in cui la cessione allo Spv avvenga pro soluto.

Per gli intermediari finanziari vigilati, inoltre, assumono importanza le previsioni contenute nelle Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia⁸. Anche in questo caso, la legge non opera alcun richiamo esplicito. La Banca d'Italia, comunque, ha stabilito il principio di differenziare il trattamento operazione per operazione, in base al rischio effettivo rimasto in ca-

Tavola 2

La normativa italiana sugli attivi titolarizzati

Variabili	Legge 130/99	Norme B.I.	Norme Consob
Metodo di trasferimento			Cessione pro soluto
Principi contabili			Cessione pro soluto
Principi di vigilanza		Rischio in capo al cedente	
Natura del titolo	a) Strumenti finanziari (art. 2, comma 1) b) Strumenti obbligazionari (art. 6, comma 1) c) Quote di Fci (art. 7, comma 1)		

⁷ Comunicazione Consob del 9 aprile 1997 DAC/RM 97003369.

⁸ Banca d'Italia, Istruzioni di Vigilanza per gli enti creditizi, cap XII (130° aggiornamento).

po al cedente, valutato attraverso un'analisi tecnico-giuridica dell'operazione stessa. Dunque, ai fini di vigilanza, il metodo della cessione non è rilevante ai fini di un trattamento off-balance sheet. Gli originator dovranno prestare particolare attenzione alla forma e alla misura di eventuali garanzie interne offerte allo Spv: sono questi gli elementi che potranno condizionare l'esclusione degli attivi dal computo degli obblighi di vigilanza prudenziale.

La legge chiarisce, al contrario, la natura dei titoli emessi a fronte della cessione degli attivi. Il comma 1 dell'art. 2 li definisce strumenti finanziari, ai sensi del d.lgs 24 febbraio 1998, n. 58, mentre il comma 1 dell'art. 6 li assoggetta alla disciplina fiscale delle obbligazioni. La natura dei titoli emessi e dello Spv configurano, dunque, per la titolarizzazione italiana, una struttura debitoria. Nel caso di legami partecipativi tra originator e Spv, dunque, il trattamento off-balance sheet potrebbe non essere ottenuto a livello consolidato. Tuttavia, la legge, in virtù di quanto già disposto dal Testo Unico della finanza (art. 39 d.lgs. n. 58/98), ribadisce come praticabili anche programmi di cartolarizzazione che ricorrono a strutture più vicine a quella pass-through: la previsione del comma 1 dell'articolo 7 estende, in quanto compatibili, le disposizioni del testo normativo alle cessioni di crediti a fondi comuni di investimento.

Le norme relative alla protezione degli investitori in

Abs. In un'operazione di Abs strutturata in modo ottimale, gli investitori finali sono protetti dal rischio creditizio incorporato dai titoli attraverso il rispetto di alcune condizioni riferite alla cessione degli attivi dall'originator allo Spv, attraverso la natura di bankruptcy remote company assegnata allo Spv, e, infine, tramite la prestazione di garanzie interne ed esterne. I tre aspetti richiamati sono considerati con diversa intensità dalla legge sulla cartolarizzazione (tavola 3).

L'articolo 4 contiene disposizioni relative alla modalità e alla efficacia della cessione. Si è visto come, ai fini di evitare un'interruzione dei pagamenti agli investitori finali, sia importante, tra l'altro, che la cessione sia notificata ai debitori e sia opponibile ai terzi e al curatore fallimentare del cedente.

Per la notifica ai debitori principali, la norma prevede un richiamo alla disciplina della cessione di rapporti giuridici a

banche definita nell'art. 58 del d.lgs 1 settembre 1993, n. 385. La notizia della cessione, dunque, è data attraverso pubblicazione dell'atto di cessione sulla Gazzetta Ufficiale; la data di pubblicazione costituisce *dies a quo* per l'efficacia della cessione nei confronti dei debitori e per l'opponibilità della cessione nei confronti dei terzi; la cessione dei privilegi e delle garanzie avviene automaticamente senza necessità di adempimenti aggiuntivi.

La disciplina della revocatoria fallimentare prevede una deroga assoluta per i pagamenti effettuati dai debitori allo Spv cessionario; per le altre ipotesi è prevista una riduzione dei termini di revocatoria da due anni a sei mesi (per atti a titolo oneroso, atti estintivi di debiti pecuniari scaduti ed esigibili non effettuati con denaro, pegni, anticresi e ipoteche volontarie per debiti preesistenti non scaduti) e da un anno a tre mesi (per pagamenti di debiti liquidi ed esigibili, atti a titolo oneroso o costitutivi di un diritto di prelazione per debiti contestualmente creati, pegni, anticresi e ipoteche giudiziali o volontarie per debiti scaduti).

L'art. 3 disciplina la figura dello Spv. Questo ha natura di intermediario finanziario, secondo quanto previsto dall'art. 106 del d.lgs 1 settembre 1993, n. 385; può, dunque, assumere la forma giuridica di società per azioni, in accomandita per azioni, società a responsabilità limitata o società cooperativa. Tuttavia, il testo prevede alcune deroghe alle disposizioni dell'art. 106. In particolare, lo Spv non è soggetto al requisito di dotazione patrimoniale minima previsto per gli intermediari finanziari (cinque volte il capitale sociale necessario alla co-

Tavola 3

La protezione degli investitori in Abs: la normativa italiana

Legge 130/99

Metodo di trasferimento

- a) notifica ed efficacia della cessione: disciplina cessione rapporti giuridici a banche (art. 4, comma 1 e 2);
- b) revocatoria fallimentare: esenzione per pagamenti dei debitori allo Spv; riduzione dei termini per altri casi (art. 4, comma 3 e 4)

Natura dello Spv

- a) intermediario finanziario (art. 3, comma 3)
- b) Special purpose company (art. 3, comma 1 e 2; art 1, comma 1, lettera b)
- c) esenzione dai requisiti patrimoniali (art. 3, comma 3)

Garanzie prestate

[REDACTED]

stituzione di una società per azioni), inoltre il suo oggetto sociale non è riferibile all'insieme delle attività finanziarie disciplinate dal decreto. Il comma 1 dell'art. 3 della legge individua l'oggetto sociale dell'impresa cessionaria nella realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione. L'articolo 1 (comma 1, lettera b) della stessa legge chiarisce che l'oggetto sociale dello Spv è riferibile esclusivamente all'attività di acquisizione degli attivi e pagamento degli investitori finali. Dunque, la legge prevede uno Spv che abbia natura di Special purpose company. A maggiore tutela è specificato, inoltre, che i crediti cartolarizzati sono distinti dal patrimonio dello Spv e da altri crediti, nell'ipotesi che lo stesso Spv partecipi a più programmi di titolarizzazione. Non vi sono, al contrario, disposizioni sull'altro requisito di garanzia riferibile allo Spv, ovvero la sua indipendenza dall'originator. Il carattere di bankruptcy remote company dello Spv è affidato alla natura di Special purpose vehicle e alla segregazione patrimoniale dei crediti cartolarizzati.

Così pure, nulla è detto dalla legge sulla natura e sulle modalità di offerta delle garanzie collaterali.

La convenienza dell'operazione: le norme fiscali e di vigilanza. Il ricorso all'Abs da parte dei potenziali originator è dettato, in primo luogo, dalla convenienza relativa, in termini di costi, che la cartolarizzazione esprime rispetto ad alternative finanziarie equivalenti (tavola 4).

Tra le variabili che maggiormente contribuiscono a detta-

re il costo finale di un programma di titolarizzazione, quella fiscale assume un ruolo particolarmente significativo. Come ricordato, la materia investe diversi livelli di analisi: la tassazione dell'attività di cessione, la tassazione dei titoli Abs, gli obblighi fiscali riferibili allo Spv e all'originator.

L'art. 6 della legge è dedicato alle disposizioni fiscali e di bilancio. Con riferimento all'imposizione indiretta, la norma considera esplicitamente solo la questione relativa all'imposta sostitutiva. È stabilito che, anche per le operazioni di cartolarizzazione, valgano le agevolazioni previste dall'art. 15 del d.p.r. n. 601 del 29 settembre 1973.

Nulla, invece, è detto in merito alla tassa di registro, anche se l'esenzione della cessione dei crediti dal regime Iva rende scontata, per il principio dell'alternatività fra Iva e tassa di registro, l'applicazione di un'imposta in misura fissa dipendente dalla natura dei crediti cartolarizzati⁹.

I titoli Abs sono equiparati dalla legge ai titoli obbligazionari emessi da società per azioni con azioni negoziate su mercati regolamentati; ne deriva una tassazione per gli investitori finali pari al 12,50%, ai sensi del d.lgs. del 1° aprile 1996, n. 239.

Lo stesso regime prevede l'imposizione a titolo di ritenuta o a titolo d'imposta, in relazione alla natura del soggetto investitore, la non applicazione di nessun prelievo alla fonte nei confronti di soggetti imprenditori, l'esenzione nei confronti di soggetti non residenti in paesi non considerati paradisi fiscali e con i quali sussistono procedure per lo scambio di informazioni.

Tavola 4

La convenienza di un'operazione di Abs: la normativa italiana

Variabili	Legge 130/99	Norme fiscali	Norme B.I.
Principi di vigilanza			Obblighi di vigilanza prudenziale
Trattamento fiscale	a) imposta sostitutiva: agevolazioni (art. 6, c. 2) b) Abs obbligazionari e aliquota del 12,50% (art. 6, c. 1) c) deducibilità perdite da cessione: deroga all'art. 66 T.U. imposte sui redditi (art. 6, c. 3 e 4)	a) tassa di registro in misura fissa b) Abs non obbligazionarie: tassazione quote Fci	
Disciplina valori mobiliari	a) deroga alla riserva in favore delle banche per la raccolta di risparmio (art. 5, comma 2) b) deroga ai limiti quantitativi all'emissione (art. 5, c. 2) c) controlli di trasparenza: redazione prospetto informativo per sollecitazioni investimento (art. 2, c. 2, 3, 7) d) controlli di stabilità: comunicazione preventiva alla B.I. (art. 5, c. 1)		

⁹ Si veda Marchetti F, 1999.

L'articolo 6 prevede, infine, alcune disposizioni relative al trattamento contabile e fiscale delle perdite derivanti dalla cessione dei crediti da parte dell'originator. In tal senso, è stabilito che, per le operazioni di cartolarizzazione stipulate entro due anni dalla data di entrata in vigore della legge stessa, le perdite di valore sugli attivi ceduti e sulle garanzie prestate, nonché accantonamenti effettuati a fronte delle garanzie, possano essere imputati direttamente alle riserve patrimoniali e debbano essere trasferiti al conto economico in quote costanti nell'esercizio in cui è stata effettuata l'operazione e nei quattro successivi. Da un punto di vista fiscale, tale previsione si sostanzia in una deroga a quanto previsto dall'art. 66 del T.U. delle imposte sui redditi, determinando una ripartizione nel tempo anche delle deduzioni fiscali, altrimenti deducibili immediatamente nell'anno in cui sono sopportate.

L'accessibilità di un programma di cartolarizzazione è, poi, condizionata anche dalla disciplina giuridica riferibile ai valori mobiliari emessi e all'attività di collocamento dei titoli agli investitori finali. Si è ricordato come gli aspetti citati possano condizionare tanto la possibilità di accedere all'emissione, e i limiti dell'emissione stessa, quanto la misura e la natura degli obblighi informativi e di stabilità da assolvere.

La disciplina giuridica riservata ai titoli Abs è definita nell'articolo 5 della legge. Il comma 2 dell'articolo prevede, per la raccolta tramite emissione di titoli Abs da parte dello Spv, una deroga alla riserva di legge in favore delle banche per l'attività di raccolta di risparmio tra il pubblico, stabilita dall'articolo 11 (comma 2) del d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385.

Deroga ancora più rilevante è, infine, quella riferita all'ammontare massimo stabilito per le singole emissioni; anche in questo caso non trovano applicazione né i limiti quantitativi stabiliti per le emissioni obbligazionarie da parte delle banche, tanto meno quelle del codice civile (artt. 2410 e 2420) per le imprese di altra natura.

L'attività di collocamento è disciplinata dall'articolo 2 della legge dedicato al programma dell'operazione. Le disposizioni riconducono l'attività di sollecitazione del pubblico risparmio propria di un'operazione di cartolarizzazione nell'ambito della disciplina delle offerte di sottoscrizione e vendita, così come definite dal capo I, titolo II, «Sollecitazione all'investi-

mento», del T.U. in materia di intermediazione finanziaria. È previsto, dunque, che lo Spv emittente debba redigere un prospetto informativo, allegato alla comunicazione preventiva da inviare alla Consob, il quale; nel caso di offerta a investitori istituzionali deve contenere alcuni contenuti minimi indicati dalla legge stessa. Nel caso in cui l'offerta si rivolga anche, o esclusivamente, a investitori non professionali, i titoli devono essere oggetto di valutazione da parte di un'agenzia di rating. Il prospetto informativo deve essere messo a disposizione degli investitori.

Il comma 1 dell'articolo 5 della legge richiama i controlli di stabilità da ottemperare per procedere al collocamento. Secondo quanto previsto dall'articolo 129 del d.lgs. del 1 settembre 1993, n. 385, le emissioni di Abs devono essere comunicate in via preventiva alla Banca d'Italia a pena di sanzioni, così come previsto dall'articolo 143 del citato decreto.

Con riguardo ai principi di vigilanza, infine, la legge non prevede alcuna indicazione esplicita, rimandando direttamente a quanto disposto dalle Istruzioni della Banca d'Italia.

4 Pregi e limiti della normativa italiana

Dall'analisi condotta emerge come la legge n. 130 del 30 aprile 1999 non abbia mancato di regolamentare gli aspetti essenziali che costituiscono l'environment irrinunciabile per qualsiasi operazione di Abs, eliminando numerose incertezze interpretative e alcuni ostacoli che in passato hanno reso difficile il diffondersi della titolarizzazione sul mercato italiano. Un giudizio di merito sull'impianto normativo, tuttavia, non può essere espresso senza aver condotto un'analisi della coerenza delle singole disposizioni con la natura dell'operazione e degli effetti di queste sulla praticabilità dell'Abs in Italia (tavola 5).

Il trattamento degli attivi cartolarizzati: certezze e vuoti normativi. Si è più volte chiarito come l'eliminazione degli attivi dallo stato patrimoniale, condizione essenziale per il raggiungimento di gran parte degli obiettivi propri di un originator, sia funzione del metodo di trasferimento e dei principi contabili. Tuttavia, la legge regola l'attività di cessione degli attivi titolarizzati solo con riferimento alla tutela

degli investitori. La scelta compiuta dal legislatore è quella di non condizionare gli effetti della cessione in capo al cedente alle sole variabili giuridiche. La natura di true sale prescinde, coerentemente a quanto disposto dalla Consob e dalla Banca d'Italia, dalla modalità di cessione e si realizza quando il cedente si spoglia effettivamente del rischio e degli obblighi relativi agli attivi ceduti. L'esistenza di una disciplina Consob in materia di true sale riferibile ad un'operazione di Abs, non sembra legittimare, tuttavia, data la crucialità della questione, l'assenza di un richiamo esplicito a tali principi all'interno del testo normativo. Anche se sul piano sostanziale tale lacuna risulta ininfluenza, in tal modo il legislatore sembra incorrere in un vizio di coerenza formale – dato che per altri aspetti le disposizioni fanno largo uso di rinvii normativi – venendo meno, peraltro, all'obiettivo di un disegno legislativo unitario ed esaustivo.

Per quanto concerne le disposizioni contenute nella citata Comunicazione Consob è auspicabile che, in futuro, parallelamente allo sviluppo del mercato italiano della securitisation, così come previsto dalle normative britanniche e statunitensi, le stesse possano dotarsi di una maggiore articolazione in relazione alle diverse tipologie di Abs emesse e di attivi sottostanti correlati.

Considerazioni simili possono essere riferite al trattamen-

to degli attivi ceduti da originator finanziari ai fini degli obblighi di vigilanza.

Anche in tal caso, infatti, la legge 130/99 non opera alcun richiamo esplicito a quanto stabilito dalla Banca d'Italia. Le Istruzioni di vigilanza, peraltro, pur affermando il criterio del rischio effettivo in capo al cedente, lasciano alla Banca d'Italia la possibilità di valutare tale rischio caso per caso, in relazione alla struttura dell'operazione. È indubbio che la complessità di un'operazione di Abs richieda un'accurata valutazione del rischio; d'altro canto un sistema di valutazioni spot non è immune dal generare, negli operatori, incertezze che crescono parallelamente al grado di discrezionalità dell'organo di vigilanza. Tale annoso dissidio può essere ridimensionato da uno stretto dialogo tra operatori e autorità centrale durante la progettazione dell'operazione; tuttavia, il prospettato sviluppo del mercato non dovrebbe facilitare questa attitudine. In tal senso, potrebbero, al contrario, giovare, così come sperimentato in altri paesi, alcune forme di standardizzazione dell'attività di risk rating legate a particolari attività sottostanti, a specifiche forme di garanzia o determinati soggetti garanti. Inoltre, rimane auspicabile che, nell'ambito delle Istruzioni di vigilanza, venga considerato in modo specifico il trattamento delle Abs; previsioni ad hoc in tal senso risulterebbero funzionali allo sviluppo del mercato primario e di quello

Tavola 5

Pregi e limiti della legge 130/99

Environment	Pregi	Limiti
Il trattamento degli attivi	Esistenza disciplina Consob Esistenza normativa Banca d'Italia	Assenza di normativa differenziata per attività e Abs Assenza di normativa standardizzata Assenza di previsioni relative alle Abs
La protezione degli investitori	Disciplina cessione Disciplina revocatoria Deroga agli obblighi di patrimonializzazione dello Spv	Impossibilità di cedere crediti futuri da contratti non in essere Assenza di requisito di indipendenza dello Spv Obbligo di rating per le sole offerte ad investitori non professionali Assenza di previsioni riguardanti le forme di garanzia
La convenienza dell'operazione	Disciplina fiscale della cessione Disciplina fiscale delle Abs Deroga al limite quantitativo della raccolta obbligazionaria Obbligo di prospetto informativo per ogni tipologia di collocamento	Deroga alla immediata deducibilità delle perdite da cessione Assenza di disposizioni sulla tassazione del reddito dello Spv e originator Assenza di incentivi fiscali per investitori istituzionali

secondario della titolarizzazione, offrendo certezze agli intermediari finanziari che volessero proporsi come investitori in Asset-backed securities.

L'effetto off-balance sheet può essere, infine, condizionato dalla natura dei titoli Abs. La legge italiana sulla cartolarizzazione contempla una struttura di Abs di tipo debitorio, assimilando i titoli Abs a titoli obbligazionari; al tempo stesso consente agli operatori di ricorrere a strutture pass-through che si avvalgano di Spv con natura di Fci. A parità di condizioni, e con riferimento all'esigenza di ottenere il trattamento fuori bilancio anche a livello consolidato, l'esistenza o meno di legami partecipativi tra Spv e originator può orientare quest'ultimi verso l'una o l'altra struttura.

La protezione degli investitori in Abs: certezze e vuoti normativi. La necessità di tutelare gli investitori in Abs viene opportunamente considerata dalla legge n. 130/99 attraverso una serie di disposizioni che si riferiscono principalmente alla modalità di cessione e alla natura dello Spv.

La disciplina della cessione dei crediti trova nelle disposizioni dell'art. 4 della legge un trattamento di favore, in particolare con riguardo alle norme sulla revocatoria fallimentare. La necessità di evitare che i pagamenti agli investitori finali potessero essere interrotti da diritti vantati dai debitori o da terzi nei confronti del cedente ha reso indispensabile una disciplina che assicurasse l'opponibilità della cessione stessa senza richiedere adempimenti eccessivamente gravosi. La soluzione di ricondurre la materia nell'ambito della disciplina della cessione dei rapporti giuridici a banche risponde a tale esigenza. La notifica tramite pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale consente di rendere efficace la cessione senza oneri proibitivi anche nel caso, tipico delle operazioni di Abs, di un numero elevato di debitori ceduti; in più l'efficacia della cessione viene estesa automaticamente ai privilegi e alle garanzie correlate agli attivi. Questa soluzione presenta, dunque, indubbi vantaggi anche rispetto alla disciplina prevista dalla legge n. 52/91, più volte richiamata durante la preparazione del testo normativo: a requisiti meno stringenti necessari per rendere la cessione opponibile ai terzi (artt. 5 e 7 legge n. 52/91) si sarebbe contrapposto un requisito minimo di dotazione patrimoniale per lo Spv pari a 2 miliardi di lire e, dunque, ecces-

sivamente oneroso. Tuttavia, a fronte dei vantaggi citati, il richiamo alla disciplina della cessione dei rapporti giuridici a banche rischia di porre una limitazione operativa che potrebbe in parte condizionare il ricorso all'Abs. Si tratta della possibilità di cedere crediti riferiti a contratti futuri. L'articolo 1 della legge n. 130/99 considera cartolarizzabile qualsiasi credito pecuniario, sia esistente che futuro, mentre il T.U. bancario (art. 58) non contiene previsioni esplicite sulla cedibilità dei crediti futuri, rimandando alla disciplina generale. Questa, in base ad una sentenza della Corte Suprema del 2 agosto 1977, ammette la cessione di crediti futuri solo per contratti già esistenti. Per sillogismo interpretativo, dunque, se ne dovrebbe concludere che la legge n. 130/99 ammette la sola cartolarizzazione dei crediti futuri derivanti da contratti già in essere. La possibilità, prevista dalla legge n. 52/91, di cartolarizzare crediti futuri derivanti da contratti non ancora esistenti verrebbe, dunque, meno. In tal caso sorge il dubbio se, e in quale misura, questa previsione possa limitare l'opportunità di progettare e ricorrere a programmi revolving di Abs.

La disciplina agevolata riferibile alla revocatoria fallimentare rappresenta, al contrario, una forma di indubbia tutela per gli investitori. La deroga assoluta per i pagamenti dei debitori, e la riduzione dei termini di revocatoria per gli altri casi testimoniano la volontà del legislatore di costruire una architettura blindata capace di garantire investitori e mercati.

Si è visto in precedenza come la peculiarità di un'operazione di Abs dipenda in gran parte dalla natura di bankruptcy remote company dello Spv. Nella maggior parte dei paesi dotati di regolamentazione specifica in materia, questa natura è assicurata dalla presenza di due elementi ugualmente importanti per la tutela degli investitori: la natura di special purpose company e l'indipendenza dall'originator. La normativa italiana impone allo Spv il divieto di intraprendere altre attività estranee alla cartolarizzazione, ma non considera gli aspetti partecipativi tra questo e l'originator. La segregazione degli attivi ceduti dal patrimonio dello Spv potrebbe assicurare gli investitori anche in presenza di un consolidamento tra originator e Spv. È necessario, tuttavia, che Consob e Banca d'Italia si pronuncino esplicitamente su tale materia. In caso contrario, sarà il mercato stesso a seguire la strada dell'indipendenza tra

cedente e cessionario, la mancanza di una previsione ad hoc lascerebbe agli operatori la possibilità di progettare schemi di Abs che potrebbero risultare penalizzati dai giudizi di rating.

La normativa italiana, infine, attribuisce allo Spv qualifica di intermediario finanziario, secondo quanto previsto dall'articolo 106 del T.U. in materia bancaria e creditizia. La ricerca di una coerenza delle disposizioni con la natura dell'operazione ha indotto il legislatore a derogare agli obblighi di patrimonializzazione minima previsti dal T.U. La scelta è giustificata dalla natura di Special purpose company dello Spv: la dotazione patrimoniale è funzione dei rischi potenziali cui si espone un intermediario con la propria attività. In tale ottica, dunque, è presumibile ritenere che la forma giuridica di Srl rappresenti l'opzione ottimale per uno Spv italiano.

Altri due elementi concorrono, infine, a determinare, più o meno indirettamente, il grado di protezione degli investitori: le garanzie e il giudizio di merito da parte di intermediari specializzati. Mentre sul primo aspetto la scelta del legislatore è stata quella di lasciare agli operatori il compito di individuare forme e intensità delle garanzie interne ed esterne, la legge prevede l'obbligo del rating per le Abss offerte a investitori non professionali. La scelta di non estendere tale requisito anche alle offerte rivolte a investitori professionali potrebbe, tuttavia, limitare il grado di negoziabilità dei titoli durante la vita del prestito: sarà il mercato, dunque, a valutare l'opportunità di dotare ugualmente le Abss di un giudizio di rating.

La convenienza dell'operazione: un giudizio di coerenza degli oneri fiscali e di vigilanza. Tra le variabili che, in assenza di una regolamentazione specifica, hanno maggiormente condizionato lo sviluppo della titolarizzazione in Italia, quella fiscale ha svolto un ruolo decisivo. Le disposizioni della legge n. 130/99 hanno risolto le incertezze interpretative consegnando alla titolarizzazione una disciplina fiscale che risulta per molti aspetti una disciplina di favore. Di tale natura risultano, in particolare, le misure relative alla tassazione indiretta, che prevedono un'esenzione dal regime Iva e un'imposta di registro in misura fissa. Anche i titoli Abss, equiparati a titoli obbligazionari emessi da Spa con azioni negoziate su mercati regolamentati, sono stati sottoposti al regime fi-

scale più favorevole consentito dal nostro ordinamento. Tuttavia, in tal caso, la scelta del legislatore non può che essere interpretata come dovuta e conseguenziale alla reale natura dell'operazione e dei titoli stessi. Avendo, infatti, il legislatore optato per la regolamentazione di una struttura Abs di tipo debitorio, l'ipotesi di assoggettamento alla disciplina dei titoli atipici è automaticamente venuta meno; d'altronde la possibilità di utilizzare strutture alternative, che fanno ricorso a Spv con natura di Fci, determina, per le relative Abss, l'assoggettamento alla disciplina fiscale propria dei fondi di investimento, facendo cadere l'ipotesi di considerare atipiche Asset-backed securities emesse a fronte di strutture italiane di tipo pass-through. Nell'ambito della disciplina fiscale dei titoli obbligazionari, poi, la scelta di assoggettare le Abss all'aliquota più favorevole del 12,50%, propria delle Spa quotate, è motivata almeno da due ordini di ragioni. Da un punto di vista sostanziale, la natura dell'operazione, strutturata in modo tale da assicurare all'investitore la sopportazione di una porzione minima del rischio creditizio riferito agli attivi, l'isolamento dai rischi d'impresa dell'originator e la trasparenza delle condizioni contrattuali. Da un punto di vista di coerenza legislativa, le disposizioni del d.lgs. n. 461 del 1997 che giustificano i trattamenti di minor favore per i soli titoli atipici o per quelli obbligazionari emessi da società non quotate con fini elusivi, ipotesi che rimane estranea a una tradizionale operazione di Abs. Infine, la possibilità di ripartire nel tempo le perdite di valore subite dagli attivi ceduti consente agli originator di dilazionare l'impatto negativo di Abs che prevedono perdite da cessione. Limitare tale previsione alle sole operazioni portate a termine entro due anni dall'entrata in vigore della legge produce il rischio di assistere a una esasperata rincorsa alla cartolarizzazione di prestiti in sofferenza.

Nell'ambito di un contesto organico e coerente, le disposizioni fiscali dell'articolo 6 della legge n. 130/99 lasciano comunque insolte alcune questioni. In primo luogo, nulla è detto con riferimento al regime fiscale cui assoggettare i redditi dello Spv. La natura di Special purpose company del cessionario, infatti, non rende automatico l'assoggettamento di eventuali plusvalenze alla disciplina fiscale del reddito d'impresa; né la legge chiarisce se il frutto della particolare attività

dello Spv possa essere ricompreso nella disciplina propria dei redditi diversi. In secondo luogo, la necessità di potenziare il mercato italiano della titolarizzazione avrebbe potuto indurre il legislatore a prevedere, fosse anche in via temporanea, una disciplina fiscale di favore per gli investitori istituzionali che si pongono come i principali potenziali acquirenti dei titoli Abs e che avrebbero potuto trovare in una tassazione agevolata un ulteriore determinante all'acquisto di Asset-backed securities.

La praticabilità e l'onerosità di un'operazione di Abs è, poi, condizionata dalla disciplina giuridica riservata alle Asset-backed securities e dalle norme che ne regolano il collocamento.

Con riferimento al primo aspetto, la normativa ha dovuto prevedere due tipologie di deroghe che rendessero praticabile un'operazione di cartolarizzazione. La prima, riferita alla riserva in favore delle banche per l'attività di raccolta, si è resa necessaria per consentire operazioni che si rivolgessero a un numero elevato di potenziali investitori; con la seconda si è voluto rimuovere il vincolo quantitativo all'emissione di obbligazioni, vincolo che per un'operazione di Abs non ha ragione di sussistere in relazione alla natura di Special purpose company dello Spv.

La disciplina del collocamento delle Abs riconduce la materia alle norme del T.U. della finanza riferite all'attività di sollecitazione all'investimento. La previsione di un prospetto informativo anche nell'ipotesi di sollecitazioni rivolte ai soli investitori istituzionali costituisce una deroga a quanto previsto dall'art. 100 del T.U. Tale previsione, giustificata dall'esigenza del legislatore di assicurare a tutte le operazioni di Abs un grado di trasparenza che non ne comprometta la fattibilità, e al tempo stesso facilitarli il collocamento e la negoziabilità dei titoli, assume grande rilevanza per un mercato giovane e non testato come quello dell'Abs italiana. Il contenuto minimale del prospetto da redigere nelle ipotesi di offerte rivolte ai soli investitori istituzionali è indicato dalla stessa legge; esso potrà essere integrato nei casi di offerte allargate; spetta alla Consob il compito di individuare l'esatta configurazione del prospetto in relazione alla natura sostanziale dell'operazione. Il compito di redigere il prospetto è attribuito dalla legge allo Spv emit-

tente. È presumibile, tuttavia, che a tal fine, lo Spv si avvalga del sostegno di un soggetto esterno dotato di specifiche professionalità: la necessità di tutelare gli investitori si traduce inevitabilmente in un aumento dei costi dell'operazione.

La protezione degli investitori viene, inoltre, assicurata dall'obbligo di ricorrere a un giudizio di rating dei titoli Abs nelle ipotesi di offerte a investitori non professionali. La scelta di non imporre un rating esterno nei casi di collocamenti a investitori istituzionali è giustificata, da un lato, dalla maggiore capacità di questi nel valutare e selezionare le ipotesi di investimento, dall'altro, dalla necessità di non appesantire l'operazione con costi aggiuntivi. Tuttavia, l'assenza di un rating potrebbe risultare un grave ostacolo a una circolazione allargata dei titoli Abs, e potrebbe definire nel tempo due mercati paralleli e contrapposti: quello degli investitori istituzionali e quello degli investitori non professionali.

Il collocamento delle Abs è, infine, sottoposto alle norme a tutela della stabilità del mercato imposte dalla Banca d'Italia. La comunicazione preventiva da parte dello Spv emittente sembra risultare comunque scontata, dato l'ammontare medio delle singole operazioni di cartolarizzazione; l'obbligo di comunicazione non sussiste per operazioni di Abs realizzate attraverso Fci, essendo l'emissione delle quote soggetta a disciplina specifica.

5 Una valutazione organica della legge italiana sulla cartolarizzazione

Un'attenta analisi di un'operazione di Asset-backed securitization fa emergere con immediatezza come lo schema di base, e le specifiche strutture operative della tecnica in questione, si compongono di elementi di diversa natura tra loro correlati. La progettazione di uno schema di cartolarizzazione, infatti, investe inevitabilmente dinamiche di natura contabile, fiscale, giuridica e di vigilanza.

La difficoltà di un approccio normativo della materia deriva essenzialmente dall'esigenza di ricondurre i diversi environment ad una coerenza unitaria, funzionale alla praticabilità della tecnica finanziaria come pure alla trasparenza e alla stabilità dei mercati.

La legge italiana sulla cartolarizzazione si pone, nel contesto europeo, come l'ultimo contributo alla definizione normativa dei caratteri propri di un'Asset-backed securitisation. I paesi di matrice anglosassone, e i principali paesi europei, si sono da tempo dotati di una regolamentazione in materia. In quest'ottica, il legislatore italiano ha potuto avvalersi delle esperienze degli altri Stati per colmare vuoti normativi presenti negli altri ordinamenti o evitare inutili restrizioni alla praticabilità dell'operazione.

Tra i paesi europei dotati di regolamentazione in tema di Abs, è possibile rintracciare un primo nucleo di nazioni in cui sono praticabili strutture operative differenti e un secondo insieme di paesi che consente un'unica opzione strutturale. Così, ad esempio, nel Regno Unito e in Belgio, gli operatori possono ricorrere tanto a strutture debitorie quanto a strutture di tipo pass-through; in Francia e in Spagna, al contrario, sono praticabili solamente strutture di tipo pass-through che individuano uno Spv con natura di Fci. Un primo pregio della normativa italiana sulla cartolarizzazione è rintracciabile, senza dubbio, nella sua natura multi-option. Difatti, se pure le disposizioni fanno specifico riferimento a una struttura di tipo debitorio, l'articolo finale del testo ammette esplicitamente la possibilità di ricorrere a Spv con natura di Fci ed estende, per quanto compatibili, le disposizioni normative previste anche a questa ipotesi strutturale. In tal modo è offerta agli operatori la possibilità di scegliere, all'interno di uno schema di base definito, l'opzione strutturale più conveniente e più consona alle determinanti specifiche della singola operazione.

L'approccio liberale adottato dal legislatore italiano è, peraltro, rintracciabile in elementi di altra natura. L'Abs italiana si configura anche come una cartolarizzazione multi-asset, ovvero come una tecnica estendibile a qualsiasi tipologia di crediti pecuniari. Questa previsione si traduce nella possibilità di ricorrere alla cartolarizzazione da parte di originator di qualsiasi natura, poiché non esistono ipotesi di esclusione riferite a tipologie di attivo o a caratteristiche tecniche degli attivi da titolarizzare. Certo è che, in ogni caso, l'ambito di applicazione rimane circoscritto ad attività classificabili come crediti. Rimangono, dunque, non regolamentati dalla normativa italiana tutti quei programmi di cartolarizzazione che pre-

vedono la cessione di flussi finanziari in entrata di altra natura. Nonostante questa limitazione, i confini operativi dell'Abs italiana risultano comunque caratterizzati da ampi gradi di libertà. Basti pensare che in Francia, che gode di una normativa sulla titolarizzazione dal 1988, solo di recente è stata consentita la titolarizzazione di prestiti originati da imprese non finanziarie, mentre fino al 1993 non era possibile cartolarizzare prestiti con vita residua inferiore ai due anni. In Spagna, fino al 1994, erano praticabili operazioni di titolarizzazione di soli mutui ipotecari.

Nella stessa ottica deve essere interpretata la scelta di consentire programmi di Abs multi-tranche; la maggiore elasticità gestionale consentita agli operatori non inficia il grado di tutela degli investitori, salvaguardato comunque da una netta separazione tra i diversi pacchetti di credito e tra questi e il patrimonio dello Spv. La scelta del legislatore francese di consentire dal 1996 Abs multi-tranche, prima di allora negatte, testimonia l'importanza della flessibilità in un mercato in forte sviluppo e ad alta concorrenzialità.

Scontata, ma ugualmente importante ai fini di un armonico sviluppo del mercato, è, inoltre, la previsione di contemplare due diverse tipologie di collocamento: quelle rivolte ai soli investitori professionali e quelle estese anche ad operatori non istituzionali. Lo sviluppo registrato dal mercato dell'Abs negli ultimi anni ha scongiurato l'ipotesi di confinare il collocamento delle Abs a una delle due alternative; paesi come il Belgio, la cui normativa ha inizialmente previsto il solo collocamento pubblico dei titoli, si trovano ora a dover ripensare le scelte originarie.

L'impronta avanzata della normativa italiana, è riscontrabile, d'altronde, oltre che dalle scelte di fondo operate, anche dal trattamento dei singoli aspetti specifici. Si è più volte chiarito come alcune deroghe alla normativa fiscale, ai requisiti di patrimonializzazione, alla disciplina giuridica dei titoli e della cessione, risultano coerenti con la natura dell'operazione e testimoniano un accurato lavoro interpretativo da parte del legislatore.

Tuttavia, per quanto funzionale alle esigenze degli operatori, la legge presenta al suo interno alcune debolezze che ne possono limitare la portata.

Le osservazioni critiche più immediate riguardano lo schema di base dell'operazione, così come configurato dalla legge n. 130/99. In primo luogo, rimane di difficile interpretazione la volontà del legislatore di non richiedere esplicitamente la condizione di indipendenza giuridica dello Spv dall'originator. Se questa può risultare sostanzialmente ininfluenza ai fini del trattamento degli attivi nel bilancio dell'originator, si è chiarito, al contrario, come tale requisito sia altamente significativo in un'ottica di protezione degli investitori in Abs. La libertà di utilizzare schemi che prevedano differenti gradi di interrelazione tra cedente e cessionario può generare un rischio sistemico difficilmente valutabile; i giudizi di rating, che comunque dovrebbero limitare la propensione a strutture eccessivamente rischiose, sono difatti obbligatori solamente per le operazioni che si rivolgono anche a investitori non professionali.

Sempre in un'ottica di trasparenza e tutela degli investitori, sarebbe risultata opportuna la previsione, nell'ambito dello schema dell'operazione, della figura di un trustee, peraltro contemplata dalle normative di diversi paesi europei. Il legislatore italiano, probabilmente, ha voluto ricondurre tale compito in quelli assegnati al servicer dell'operazione, imponendo per questi la natura di banca o intermediario finanziario. Tuttavia, appare chiaro come il ruolo del trustee sia più esteso del semplice incarico di curare la riscossione dei crediti e i servizi di incasso e pagamento o di controllare la conformità delle operazioni alla legge e al prospetto informativo. In ogni caso, se questa fosse stata comunque l'intenzione del legislatore, imporrebbe al servicer la natura di intermediario finanziario significa estromettere qualsiasi originator non finanziario dalla gestione dei rapporti con i propri debitori-clienti. Viene meno così uno dei benefici tipici di un programma di cartolarizzazione: la possibilità, cioè, di liberare risorse finanziarie senza compromettere i rapporti di clientela e i propri equilibri con il mercato. La previsione di un trustee avrebbe consentito la dissociazione tra la semplice attività di riscossione crediti, affidabile comunque a originator anche non finanziari, e quelle riferite agli altri servizi di cassa, di gestione della liquidità, di controllo sulla regolarità e trasparenza nonché sulla segregazione contabile e materiale dei flussi di pagamento, più op-

portunamente riferibili a intermediari finanziari vigilati.

Infine, l'esperienza degli altri paesi, in particolare quelli di matrice anglosassone, avrebbe potuto ispirare al legislatore forme di apertura normativa che avrebbero certamente giovato allo sviluppo futuro del mercato italiano dell'Abs. La previsione di istituzioni specializzate, a modello delle «agenzie governative» del mercato americano, deputate a gestire e garantire operazioni di cartolarizzazione riferite a particolari categorie di attivi, oltre a risultare significativa in un'ottica di crescita del mercato, avrebbe messo al riparo dal rischio di dare luogo, in futuro, a normative secondarie disorganiche pensate per risolvere esigenze contingenti e comunque prevedibili in fase di elaborazione del testo normativo.

Al di là delle criticità riscontrabili, la legge n. 130/99 conserva, tuttavia, il pregio di colmare un vuoto legislativo che ha pesantemente condizionato lo sviluppo dell'Abs in Italia, vantando un'indiscutibile organicità e garantendo il rispetto della natura sostanziale dell'operazione. Questi elementi sono sufficienti, al momento, per un più intenso sviluppo del mercato.

BIBLIOGRAFIA

- Arca Merchant, Centro Studi Finanziari**, *Lo sviluppo della securitization in Italia*, Bancaria Editrice, Roma 1995.
- Banca Commerciale Italiana**, «La cartolarizzazione dei crediti: le potenzialità per il sistema finanziario italiano», in *Tendenze Monetarie*, n. 77, giugno 1999.
- Ferri G.**, «La cartolarizzazione dei crediti. Vantaggi per le banche e accesso ai mercati finanziari per le imprese italiane», in *Studi e Note di Economia*, n. 3, 1998.
- La Torre M.**,
 - 1995, *Securitisation e banche*, Il Mulino, Bologna;
 - 1998 (a), «L'asset-backed securitisation. L'esperienza europea», in *Banche e Banchieri*, n. 1;
 - 1998 (b), «Le politiche finanziarie e il processo di securitisation», in Carretta A., De Laurentis G., (a cura di), *Il Manuale del Leasing*, Egea, Milano;
 - 1999 (a), «La securitisation degli attivi: gli effetti propulsivi dell'euro», in *Bancaria*, n. 2;
 - 1999 (b), «L'asset-backed securitisation», in *Osservatorio sull'Innovazione Finanziaria*, Bancaria Editrice, Roma;
- Maimeri F.**, «Prime osservazioni sul disegno di legge in tema di cartolarizzazione dei crediti», in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, n. 2, 1999.
- Marchetti F.**, «La cartolarizzazione dei crediti in Italia: aspetti fiscali», in *Bancaria*, n. 3, 1999;
- Pingue F.**, «Italian Securitisation: the Proposed New Law», in *The ISR Legal Guide to Securitisation*, settembre, 1998.
- Rucellai C.**,
 - 1997, «Un progetto normativo per la cartolarizzazione dei crediti», in *Giurisprudenza Commerciale*, gennaio-febbraio;
 - 1998, «Il disegno di legge sulla cartolarizzazione dei crediti. Rischi e opportunità», in *Giurisprudenza Commerciale*, I, pag.643.
- Russo R.**, «Smobilizzo dei crediti: la Consob precisa come si contabilizzano», in *Amministrazione e Finanza*, n. 17, 1997.
- Spalletta E.**, «Il nuovo regime IVA delle cessioni di credito», in *Bancaria*, n. 6, 1997.