

**LA SECURITIZATION
IN ITALIA**

Camozzi & Bonisconi
Studio Legale e Tributario

*LA SECURITIZATION
IN ITALIA*

MILANO, MARZO 2006

INDICE

PREMESSA - LA SECURITIZATION	4
1. I SOGGETTI	5
1.1. IL CEDENTE (ORIGINATOR)	7
1.2. IL CESSIONARIO - LA SOCIETÀ VEICOLO (SPECIAL PURPOSE VEHICLE - SPV)	7
1.3. IL SOGGETTO FINANZIATORE	9
1.4. IL SOGGETTO INCARICATO DEL COLLOCAMENTO DEI TITOLI	9
1.5. IL CREDIT MANAGER (SERVICER O TRUSTEE)	9
1.6. L'AGENZIA DI RATING	10
2. L'OGGETTO (I CREDITI CEDUTI)	11
3. IL FINANZIAMENTO DELLO SPV (L'EMISSIONE DEI TITOLI - ABSS).....	12
4. LE FASI DELLA SECURITIZATION	13
4.1. IL PROSPETTO INFORMATIVO	13
4.2. LA DUE DILIGENCE	14
4.3. LA CESSIONE DEI CREDITI	16
4.4. L'EMISSIONE DI VALORI MOBILIARI	18
4.5. IL COLLOCAMENTO DEI VALORI MOBILIARI	19
4.6. LA GESTIONE DEL PORTAFOGLIO	20
4.7. IL RIMBORSO DEI TITOLI	20
5. I VANTAGGI DELL'OPERAZIONE	21
5.1. CONFRONTO FRA SECURITIZATION E FACTORING.....	22
6. L'ELIMINAZIONE DEGLI OSTACOLI DI NATURA GIURIDICA.....	23
6.1.IL RECENTE DECRETO "COMPETITIVITA'" (D.L.N. 35/05) E LA DISCIPLINA DELLE OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE DEI TITOLI DI CREDITO BANCARI	23
7. IL TRATTAMENTO CONTABILE	25
8. IL TRATTAMENTO FISCALE	28
8.1 IMPOSTE DIRETTE	28
8.2 IMPOSTE INDIRETTE.....	30

Premessa - La securitization

La *securitization* può essere tecnicamente definita come quel “processo di distribuzione del rischio mediante aggregazione di strumenti di debito in un pool, con conseguente emissione di nuovi titoli sostenuti dal pool”¹.

L’operazione consiste nello smobilizzare posizioni creditorie a medio-lunga scadenza, attraverso forme di finanziamento quali l’emissione di prestiti obbligazionari. Il portafoglio crediti vantato da una società (*originator*) viene ceduto ad altra società (*Special Purpose Vehicle* o SPV), che, per finanziare l’operazione, emette titoli di debito (*Asset Backed Securities* o ABSs) collocandoli presso il pubblico. All’emissione dei titoli tipicamente si accompagna la quotazione degli stessi in un mercato regolamentato.

L’operazione può avere ad oggetto la cessione di crediti (è questo il caso più tipico) ed in particolare mutui ipotecari o fondiari, in sofferenza o *in bonis*, ovvero di altre attività, quali ad esempio immobili in grado di originare flussi reddituali e di cassa a determinate scadenze.

La *securitization* presenta una serie di vantaggi rispetto ad una pura e semplice emissione di prestito obbligazionario da parte della società che detiene il portafoglio crediti, nonché una serie di differenze e peculiarità rispetto alle operazioni di *factoring*.

Essa è stata ritenuta meritevole di una disciplina speciale che ha introdotto nel nostro ordinamento una disciplina speciale delle operazioni in argomento.

L’art. 1 della legge approvata il 22 aprile 1999 definisce la *securitization* come quell’operazione di cartolarizzazione realizzata mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti, quando ricorrono le seguenti condizioni:

- a) i crediti vengono ceduti ad una società che abbia, quale oggetto esclusivo, la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti
- b) le somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti sono destinate in via esclusiva, dalla società cessionaria, al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi, dalla stessa o da altra società, per finanziare l’acquisto di tali crediti, nonché al pagamento dei costi dell’operazione.

Nel seguito vengono analizzati i soggetti che tipicamente prendono parte all’operazione, l’oggetto di cessione, le fasi dell’operazione e i relativi vantaggi, illustrando le caratteristiche tecniche dell’operazione e, parallelamente, la speciale normativa di recente emanazione in Italia.

Vengono infine approfonditi gli aspetti civilistici di maggior rilevanza, il trattamento contabile dell’operazione nonché gli aspetti fiscali.

¹ Dizionario di finanza Downes - Goodman.

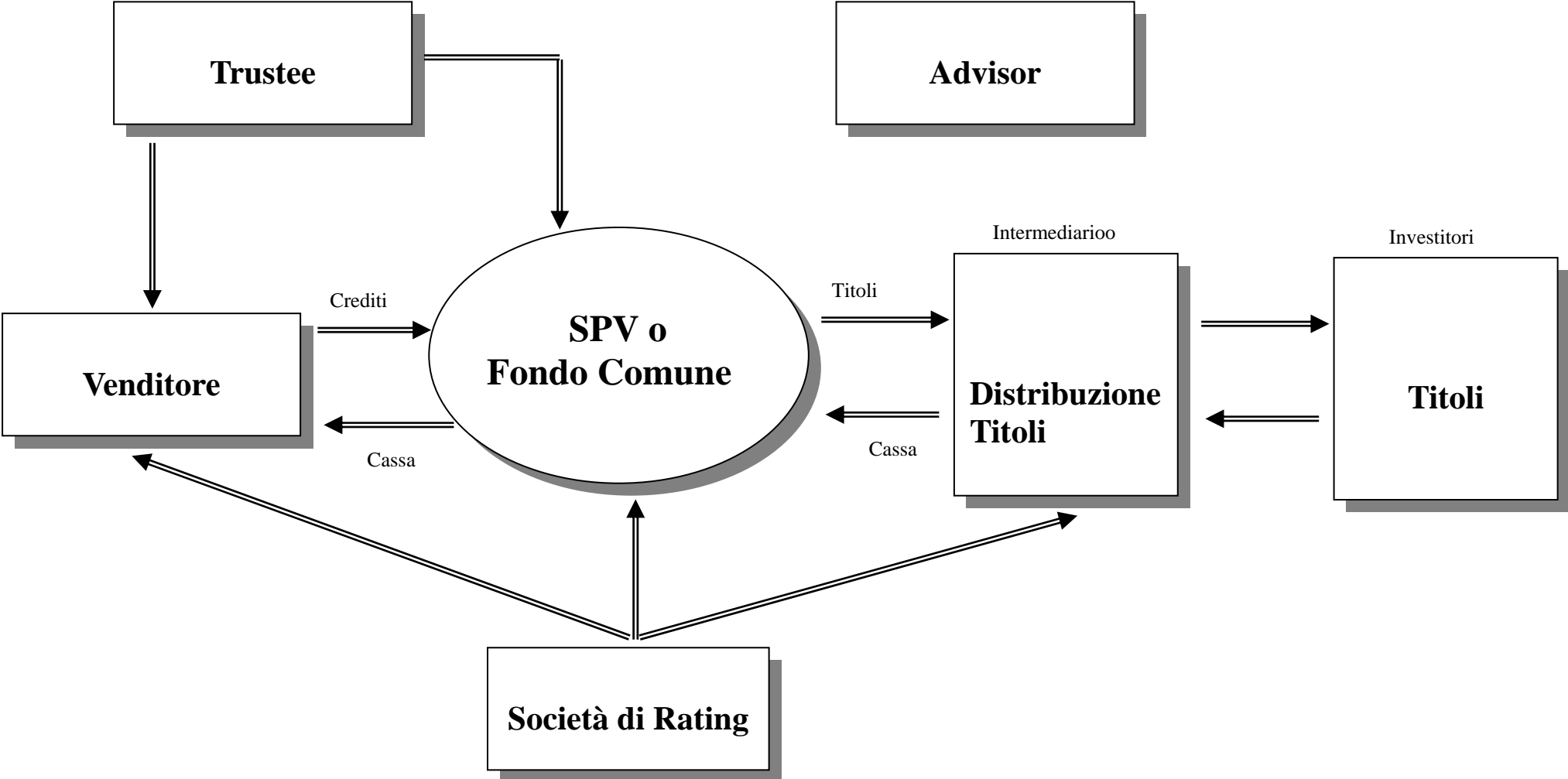
1. I SOGGETTI

I soggetti coinvolti nell'operazione sono, tipicamente:

- a) il soggetto cedente il portafoglio crediti (*originator*);
- b) il soggetto acquirente del portafoglio - la società veicolo (*Special Purpose Vehicle*);
- c) l'eventuale soggetto finanziatore (se diverso dalla società veicolo);
- d) il soggetto incaricato del collocamento dei titoli originati dalla securitization;
- e) il soggetto incaricato della gestione dei crediti ceduti: *credit manager* o *trustee*;
- f) l'agenzia di *rating*.

Gli **schemi** attuativi dell'operazione possono essere diversi. A seconda dello schema prescelto (per motivi organizzativi, giuridici e fiscali - in termini di vincoli o agevolazioni esistenti in determinati Paesi piuttosto che in altri), potranno essere "costruite" operazioni di *securitization* con più società veicolo (aventi sede in Paesi diversi), operazioni nelle quali il soggetto cedente non riceve il corrispettivo della cessione dei crediti, ma a fronte della cessione ottiene un finanziamento (solitamente nella forma di prestito subordinato) o forme miste di corrispettivo/finanziamento, laddove il finanziamento può essere concesso direttamente dalla società veicolo, ovvero dalla cessionaria (se l'emittente è soggetto diverso), ovvero ancora da altro soggetto facente parte del pool incaricato della cartolarizzazione.

Lo schema più semplificato dell'operazione è riportato nella pagina seguente.



1.1. Il cedente (*originator*)

Il soggetto cedente è normalmente una società la cui attività è in fase di crescente sviluppo, che presenta volumi di impieghi e di indebitamento estremamente elevati, ai quali difficilmente può fare fronte tramite il mero ricorso diretto al sistema bancario.

Nel mercato statunitense, ad esempio, le società che maggiormente ricorrono a questo strumento finanziario sono:

- le banche,
- le società emittenti carte di credito,
- le società che svolgono l'attività di credito al consumo,
- le società di *leasing*.

La legge non prevede la sussistenza di particolari requisiti in capo ai soggetti cedenti.

1.2. Il cessionario - la società veicolo (Special Purpose Vehicle - SPV)

I crediti sono ceduti ad entità giuridiche solitamente identificate come SPV (società veicolo) o SOCAR (società per la cartolarizzazione).

Giuridicamente può trattarsi sia di società di capitali (tipiche nell'esperienza anglosassone), sia di fondi comuni (in Francia, ad esempio, i *Fonds Communs des Créances*). Lo SPV, a seconda della legislazione nazionale vigente nel Paese nel quale si intende porre in essere l'operazione, può assumere la forma giuridica di:

- società di capitali,
- trust,
- fondi comuni,
- cooperative,
- combinazioni delle precedenti forme giuridiche.

In taluni casi la strutturazione dell'operazione può richiedere l'intervento di più soggetti.

L'emissione dei titoli, generalmente collocati su mercati regolamentati esteri, a supporto dell'operazione può essere fatta da un soggetto diverso da quello che concede il finanziamento all'*originator*.

La società veicolo può essere costituita in funzione dell'attuazione di una sola ovvero più operazioni di *securitization*. Dovrà in ogni caso essere garantita la piena separazione patrimoniale del portafoglio cartolarizzato dal patrimonio della società emittente i titoli nonché da altri portafogli qualora la società venga utilizzata come veicolo per più operazioni di *securitization*.

La **normativa italiana**, prevede entrambe le ipotesi:

- 1) che il veicolo sia costituito in forma societaria, ovvero
- 2) che il veicolo sia un fondo comune di investimento, costituito ai sensi del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – “Testo Unico Finanziario”.

La legislazione speciale si limita a dettare particolari disposizioni relativamente al caso in cui venga costituita appositamente una società veicolo, prevedendo che alle operazioni di cartolarizzazione effettuate tramite un fondo comune si applichino le medesime disposizioni in quanto compatibili.

Diversamente da quanto originariamente previsto dal disegno di legge, solo in sede di approvazione definitiva è stata espressamente ammessa la possibilità che l'operazione di cartolarizzazione venga realizzata tramite l'intervento di un fondo comune d'investimento e non soltanto attraverso uno SPV costituito in forma societaria.

Alla società cessionaria e alla società emittente i titoli si rendono applicabili le disposizioni di cui al Titolo V del d.lgs. 1 settembre 1993, n. 358 - “Testo Unico delle disposizioni in materia creditizia”, ad esclusione dell'art. 106, commi 2 e 3, lett. b) e c), nonché le corrispondenti norme sanzionatorie di cui al titolo VIII d.lgs. n. 385/1993.

Quale società finanziaria operante nei confronti del pubblico (art. 106 d.lgs. n.385/1993), essa dovrà richiedere l'iscrizione nell'elenco generale tenuto presso l'Ufficio Italiano dei Cambi, ricorrendone le seguenti condizioni:

- a) forma di società per azioni, di società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata o di società cooperativa (resta inteso che la forma societaria adottata sarà funzionale all'emissione dei titoli originati dall'operazione di *securitization* è tuttavia solitamente adottata la forma di s.p.a.);
- b) oggetto sociale esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione di crediti;
- c) capitale sociale non inferiore a quello previsto per la forma societaria prescelta, salvo quanto previsto con decreto ministeriale per quanto attiene ai requisiti patrimoniali (v. oltre);
- d) possesso da parte dei partecipanti al capitale e degli esponenti aziendali dei requisiti di onorabilità e di professionalità stabiliti dagli artt. 108 e 109 d.lgs. n. 385/1993.

Con riferimento particolare ai requisiti patrimoniali, conformemente a quanto avviene all'estero, è previsto che spetti al Ministro del Tesoro, in forza della delega di cui all'art. 106, comma 4, lett. b), d.lgs. n. 385/1993, stabilire requisiti meno stringenti rispetto a quelli ad oggi previsti per le società finanziarie operanti nei confronti del pubblico. La possibilità prevedere requisiti patrimoniali meno stringenti per le società veicolo di operazioni di cartolarizzazione si giustifica nel fatto che le operazioni sono in sé “autoliquidanti”, nel senso che esiste corrispondenza tra il profilo di rimborso delle attività cedute e quello dei titoli che vengono emessi.

E' quindi espressamente prevista l'applicabilità della disciplina di cui all'art. 58 del medesimo T.U.B. in materia di cessioni "di aziende, di rami d'azienda, di beni e rapporti giuridici individuabili in blocco", che agevola il trasferimento delle garanzie accessorie ai crediti costituenti il portafoglio oggetto di cessione. Tale disciplina in particolare

prevede che i privilegi e le garanzie di qualsiasi tipo, da chiunque prestati o comunque esistenti a favore del cedente conservano la loro validità ed il loro grado a favore della cessionaria senza bisogno di alcuna formalità o annotazione (v. succ. par. 4.3).

1.3. Il soggetto finanziatore

Normalmente a fronte della cessione il cedente riceve il pagamento del corrispettivo scaglionato in *tranches*.

Non mancano forme che prevedono che invece del pagamento di un corrispettivo vero e proprio, ovvero collateralmente ad esso, il cedente ottenga un prestito subordinato, emesso direttamente dalla società veicolo ovvero da altro soggetto (può ad esempio essere il soggetto cessionario - anch'esso dovrà rivestire la qualifica giuridica di intermediario finanziario ex Titolo V T.U.B. - diverso dall'emittente).

Tipicamente il soggetto finanziatore, qualora diverso dalla società veicolo, sarà una banca ovvero un intermediario finanziario operante nei confronti del pubblico, *ex artt.* 106 o 107 d.lgs. n. 385/1993, avente rapporti di collegamento o controllo con lo SPV.

La normativa italiana, prevede fra le fattispecie alle quali essa si rende applicabile anche a quelle “operazioni di cartolarizzazione dei crediti realizzate mediante l'erogazione di un finanziamento al soggetto cedente da parte della società per la cartolarizzazione dei crediti emittente i titoli”.

E' altresì disposto che nel caso di operazioni realizzate mediante erogazione di un finanziamento, i richiami al cedente e al cessionario devono intendersi riferiti, rispettivamente, al soggetto finanziato ed al soggetto finanziatore.

1.4. Il soggetto incaricato del collocamento dei titoli

La fase di collocamento dei titoli è normalmente disciplinata da una normativa speciale.

Secondo la normativa italiana (si rinvia in proposito al successivo par. 4.5), possono assumere la qualifica di soggetto incaricato del collocamento le banche, le SIM, le imprese di investimento comunitarie e le imprese di investimento extra-comunitarie autorizzate.

1.5. Il credit manager (*servicer o trustee*)

La cessione del credito normalmente non estromette il cedente dalla successiva gestione dei crediti trasferiti. Soprattutto laddove il cedente sia una banca, è usuale che quest'ultima assuma il ruolo di *servicer* per conto del cessionario nei riguardi del debitore per il servizio del debito (incasso delle rate di debito e trasferimento alla società veicolo).

Spesso, tuttavia, la gestione viene affidata, tramite la stipula di un contratto di *service*, ad un soggetto terzo: il *credit manager o servicer*, al quale vengono affidate:

- le attività di riscossione e incasso,

- le attività di recupero crediti.

La delega di tali funzioni ad un soggetto terzo risponde all'esigenza di dover garantire i sottoscrittori dei titoli emessi a supporto dell'operazione di finanziamento, circa la regolarità della gestione dei crediti.

La remunerazione ed il rimborso dei titoli dipende infatti dal flusso di cassa originato dal portafoglio ceduto.

La **normativa italiana**, prevede, all'art. 2, comma 6, la figura del *servicer* o *trustee*², al quale vengono demandati:

- a) i servizi di riscossione dei crediti ceduti,
- b) i servizi di cassa,
- c) i servizi di pagamento.

Il *trustee* deve inoltre verificare che le operazioni svolte, nelle diverse fasi, siano conformi alla legge ed al prospetto informativo (v. succ. par. 4.1), ponendosi quale garante, nei confronti dei sottoscrittori e del mercato, del corretto svolgimento della cartolarizzazione.

Possono assumere la qualifica di trustee in operazioni di securitization:

- una banca ovvero
- un intermediario finanziario iscritto nell'elenco speciale previsto dall'art. 107 d.lgs. n. 385/1993.

Deve quindi trattarsi di soggetto sottoposto alla vigilanza da parte della Banca d'Italia, per il quale la legge prevede la sussistenza di determinati requisiti.

1.6. L'agenzia di rating

Normalmente la cessione dei crediti avviene pro-soluto. Il rischio di insolvenza del debitore originario si trasferisce pertanto, formalmente, in capo allo SPV, ma sostanzialmente esso ricade sui soggetti sottoscrittori dei titoli di debito emessi per finanziare l'operazione.

E' infatti tramite il flusso di cassa originato dai crediti trasferiti che avviene la remunerazione ed il rimborso dei titoli.

Il rischio deve quindi ottenere la giusta remunerazione e, trattandosi di titoli ammessi a negoziazione in mercati regolamentati, è necessario che la valutazione del rischio sia effettuata da agenzie specializzate (agenzie di *rating*), il cui intervento è previsto sin dalla prima fase in cui si sviluppa l'operazione (si veda il succ. cap. 4).

L'ottenimento di un buon *rating* contribuisce ad abbassare i costi di collocamento delle ABSs.

²*Credit manager, servicer e trustee* sono vocaboli sinonimi utilizzati tutti al fine di individuare il soggetto al quale compete verificare la regolarità dell'esecuzione dell'operazione, nonché curare i servizi di incasso e pagamento dei crediti ceduti. La relazione accompagnatoria al disegno di legge utilizza il termine *trustee* per identificare il soggetto in esame.

La **normativa italiana**, prevede l'intervento obbligatorio dell'agenzia di *rating* in operazioni di *securitization* soltanto se i titoli oggetto della cartolarizzazione sono offerti ad investitori "non professionali", ovvero nel caso in cui gli stessi siano destinati alla quotazione in mercati regolamentati, in quanto generalmente previsto dai regolamenti di ammissione a quotazione.

Qualora ne sia richiesto l'intervento, essa dovrà essere incaricata di:

- procedere alla valutazione dell'operazione,
- esprimere il proprio giudizio di valutazione (*rating*).

A garanzia dell'imparzialità del giudizio emesso, è previsto che la *società di rating* deve essere in possesso di determinati requisiti volti a garantire l'imparzialità del giudizio emesso.

Spetta alla Consob stabilire con proprio regolamento i requisiti di professionalità ed i criteri idonei ad assicurare l'indipendenza degli operatori che svolgono la valutazione del merito di credito e l'informazione sugli eventuali rapporti esistenti tra questi ed i soggetti che a vario titolo partecipano all'operazione, anche qualora la valutazione non sia obbligatoria.

2. L'OGGETTO (I CREDITI CEDUTI)

I crediti oggetto di cessione devono avere determinate caratteristiche, così sintetizzabili:

- a) liquidità: possibilità di essere negoziati sul mercato (devono infatti poter essere oggetto di cessione);
- b) omogeneità e standardizzazione: devono essere selezionati in modo da costituire un portafoglio idoneo a produrre flussi di cassa in grado di far fronte alle uscite finanziarie connesse all'emissione dei titoli di debito (la *diversificazione* del portafoglio ne aumenta il valore economico e diminuisce il grado di rischiosità connesso all'operazione); devono quindi essere individuati criteri uniformi di selezione, quali:
 - residenza del debitore,
 - definizione delle indicizzazioni finanziarie,
 - criteri di massima concentrazione per singolo debitore, area geografica, settore economico, stato giuridico,
 - ripartizione per tipologia di bene ceduto e servizio reso,
 - durata massima del contratto.
- c) identificabili: i crediti (ed i relativi flussi di cassa) devono poter essere identificati individualmente.
- d) con flussi di cassa prevedibili: si deve poter sviluppare un modello di previsione dei flussi con parametri precisi ed analizzabili nel divenire.
- e) esistenza attuale o futura: i crediti ceduti, individuati sulla base di determinati criteri non necessariamente devono essere esistenti alla data di stipula del contratto di

cessione, ben potendo essere ceduti crediti futuri, purché rientranti nel portafoglio individuato dalle caratteristiche indicate. La legge speciale non detta una specifica definizione di “crediti futuri”.

La *securitization* può svilupparsi sia con riferimento a crediti in sofferenza che con riferimento a crediti in bonis; relativamente a questi ultimi, abbassandosi il rischio di credito che viene trasferito sullo SPV, potranno ridursi i costi di emissione delle ABSs.

La **normativa italiana**, nulla prevede per quanto attiene alla definizione dei crediti costituenti il portafoglio oggetto di cessione, salvo il fatto che deve trattarsi di crediti di natura pecuniaria.

Viene quindi lasciata ampia libertà alle parti per quanto attiene all’individuazione dei criteri di selezione del portafoglio crediti oggetto di cessione.

Particolari disposizioni sono invece dettate con riferimento alle modalità di cessione, per le quali si rinvia al successivo par. 4.3.

3. IL FINANZIAMENTO DELLO SPV (L’EMMISSIONE DEI TITOLI - ABSs)

Lo SPV può finanziare l’acquisto, diretto o indiretto (tramite l’interposizione di altro soggetto, solitamente un intermediario finanziario che interviene in qualità di finanziatore, dirigendo l’intera operazione), dei crediti attraverso diverse tipologie di finanziamento:

- emissione di obbligazioni (è il caso più tipico in quanto titoli idonei ad essere negoziati in mercati regolamentati);
- *commercial paper*;
- certificati di vario tipo;
- azioni privilegiate od ordinarie.

I titoli (*Asset Backed Securities* o ABSs) emessi in conseguenza di operazioni di *securitization*, in quanto solitamente oggetto di negoziazione in mercati regolamentati, devono possedere determinate caratteristiche.

Il rendimento è commisurato al grado di rischio insito nell’operazione. Detti titoli solitamente assicurano un grado di rischio inferiore a quello connesso ai singoli crediti oggetto di cessione, in quanto:

- a) il portafoglio crediti è opportunamente diversificato graduando il rischio di perdite su crediti sulla base di adeguate stime statistiche;
- b) il rischio di perdite su crediti può essere coperto da opportune forme di garanzia;
- c) l’emissione solitamente viene effettuata ottenendo un *rating* abbastanza elevato.

Le legislazioni nazionali dei diversi Paesi normalmente prevedono l’applicazione di una normativa specifica nella fase di commercializzazione dei titoli frutto di operazioni di *securitization*.

La **normativa italiana**, al fine di dipanare ogni dubbio che potesse sorgere in sede interpretativa, precisa i titoli emessi a fronte di operazioni di *securitization* (ABSs) sono “strumenti finanziari” ed agli stessi si rendono quindi applicabili le disposizioni di cui al d.lgs. n. 58/1998 (Testo Unico Finanziario).

Ed altresì, ai titoli emessi dalla SOCAR si applicano gli artt. 129 e 143 d.lgs. n. 385/1993 (Testo Unico Bancario), in tema, rispettivamente, di emissione di valori mobiliari e relativa disciplina sanzionatoria (si rinvia in proposito al successivo par. 4.4).

Non sia applica, invece, il divieto di raccolta di risparmio tra il pubblico previsto dall’art. 11, comma 2, d.lgs. n. 385/1993, né i limiti quantitativi alla raccolta prescritti dalla normativa vigente.

Inoltre, nel preciso intento di eliminare determinati ostacoli di natura giuridica allo svilupparsi delle operazioni di *securitization*, il legislatore ha espressamente stabilito che non trovano applicazione all’emissione delle ABSs gli articoli da 2410 a 2420 c.c. (si rinvia in proposito al succ. par. 4.4).

4. LE FASI DELLA SECURITIZATION

L’operazione si sviluppa in più fasi consecutive:

- a) la redazione del prospetto informativo;
- b) la predisposizione della *due diligence*;
- c) la cessione dei crediti;
- d) l’emissione dei titoli;
- e) la gestione del portafoglio;
- f) il rimborso dei titoli.

E’ opportuno analizzare nel concreto le diverse fasi sopra elencate.

4.1. Il prospetto informativo

La società cessionaria, ovvero la società emittente i titoli se diversa dalla società cessionaria, è tenuta a redigere il prospetto informativo.

La **legge** speciale in materia di *securitization* si limita a prescrivere, nel caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori professionali, un contenuto minimale del prospetto informativo, intendendo così evitare una rigida standardizzazione delle diverse fasi negoziali nelle quali può articolarsi l’operazione.

In tal caso il prospetto deve contenere almeno le seguenti indicazioni:

- a) il soggetto cedente, la società cessionaria, le caratteristiche dell’operazione, con riguardo sia ai crediti sia ai titoli emessi per finanziarla,
- b) i soggetti incaricati di curare l’emissione ed il collocamento dei titoli,

- c) i soggetti incaricati della riscossione dei crediti ceduti (trustee) e dei servizi di cassa e di pagamento,
- d) le condizioni in presenza delle quali, a vantaggio dei portatori dei titoli, è consentita alla società cessionaria la cessione dei crediti acquistati,
- e) le condizioni in presenza delle quali la società cessionaria può reinvestire in altre attività finanziarie i fondi derivanti dalla gestione dei crediti ceduti non immediatamente impiegati per il soddisfacimento dei diritti derivanti dai titoli,
- f) le eventuali operazioni finanziarie accessorie (es.: il rilascio di garanzie) stipulate per il buon fine dell'operazione di cartolarizzazione,
- g) il contenuto minimo essenziale dei titoli emessi e l'indicazione delle forme di pubblicità del prospetto informativo idonee a garantirne l'agevole conoscibilità da parte dei portatori dei titoli,
- h) i costi dell'operazione e le condizioni alle quali la società cessionaria può detrarli dalle somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti, nonché l'indicazione degli utili previsti dall'operazione e il percettore,
- i) gli eventuali rapporti di partecipazione tra il soggetto cedente e la società cessionaria.

Il prospetto informativo deve quindi essere, a semplice richiesta, consegnato ai portatori dei titoli.

Qualora invece i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali, in quanto gli stessi sono definiti "strumenti finanziari", si rende applicabile la disciplina in materia di *sollecitazione all'investimento*, di cui al d.lgs. n. 58/1998 (v. succ. par. 4.5). In tal caso l'operazione deve essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi (*agenzia di rating*).

In questa prima fase sarà rilevante il contributo fornito dai consulenti, che forniranno supporto all'*originator* nella predisposizione del programma dell'operazione, ovvero del prospetto informativo.

4.2. La due diligence

La fase di *due diligence* è senza dubbio la fase più delicata dell'operazione, tenendo conto dell'impegno richiesto in termini di tempo e di risorse coinvolte, nonché delle conseguenze che ne derivano.

Durante questa fase vengono analizzate le caratteristiche qualitative e quantitative dei crediti che costituiranno il portafoglio oggetto di cessione.

La *due diligence* viene solitamente gestita da esperti del settore (società o studi di consulenza). L'agenzia di *rating* e le banche organizzatrici potranno:

1. condurre una propria due diligence all'interno della società cedente;
2. verificare il rapporto redatto dagli esperti del settore, non essendo richiesto un diretto coinvolgimento di tali soggetti in questa particolare fase primaria.

Durante la *due diligence* saranno verificati in maniera profondamente critica tutti i processi di originazione, autorizzazione, concessione e gestione del credito.

Le sottofasi della *due diligence* possono essere così sintetizzate:

a) analisi delle procedure interne:

- della fase di contatto con il cliente,
- dello *scoring* attribuito,
- delle procedure di approvazione del credito,
- del monitoraggio delle procedure di concessione,
- della valutazione del rischio legale;

b) analisi delle *performance* del portafoglio:

- esame della tipologia dei crediti,
- analisi del livello di diversificazione,
- esame del tasso di crescita del portafoglio,
- valutazione dei risultati storici e prospettici,
- ricostruzione dell'età media del portafoglio,
- valutazione del livello di estinzioni anticipate.

c) analisi di gestione del portafoglio:

- verifica dell'affidabilità delle procedure in caso di ritardato pagamento,
- verifica delle procedure in caso di mancato pagamento,
- analisi delle procedure relative al contenzioso,
- valutazione dei recuperi attesi e dei recuperi effettivi,
- analisi dei tempi di recupero del credito.

Tenendo conto che la gestione dei crediti ceduti solitamente viene affidata ad una società a tal fine incaricata (*trustee*) questa fase di *due diligence* potrà riguardare solo le linee procedurali essenziali in ottica di delega ad un soggetto terzo.

d) analisi del sistema EDP del soggetto cedente (a supporto delle fasi di concessione e gestione dei crediti originati).

La *due diligence* si svolgerà tramite ispezioni nei locali della società cedente nonché tramite interviste alle persone direttamente coinvolte, a vari livelli.

Essa ha come scopo non solo il verificare la bontà dei crediti concessi e ceduti, ma anche il costo e l'efficienza delle varie fasi che costituiscono il processo di creazione e gestione dei crediti.

E' di tutta evidenza che il risultato della *due diligence* costituirà la base per la valutazione dell'operazione, il cui giudizio verrà emesso da parte dell'agenzia di *rating*.

4.3. La cessione dei crediti

Una volta selezionato il portafoglio crediti da cedere allo SPV e valutato il relativo rischio di credito (il "rischio portafoglio" sarà isolato dal "rischio cedente"), viene formalizzata la cessione dei crediti stessi.

La cessione dei crediti nelle operazioni di *securitization* non richiede una particolare forma contrattuale.

La cessione avviene normalmente pro-soluto, ossia senza possibilità di rivalsa sul cedente in caso di insolvenza del debitore ceduto, ovvero, in rari casi, con possibilità di ricorso limitato nei confronti del cedente. Tale modalità di cessione garantisce il perfezionamento del distacco dei crediti dal bilancio del cedente e la corretta valutazione del rischio di credito connesso al portafoglio ceduto.

Viene tipicamente scelta la modalità di cessione pro-soluto, in considerazione del fatto che l'operazione solitamente si perfeziona tramite l'ottenimento, da parte del finanziatore, di particolari garanzie contro i rischi di insolvenza. Le garanzie possono essere prestate dalla stessa società cedente ovvero da soggetti terzi (in genere società specializzate nel settore).

Qualora il cedente non voglia trasferire la titolarità dei crediti, possono essere scelte modalità alternative alla cessione, quali forme di garanzia assistita da deposito irregolare³ abbinato o meno a *return swaps* ovvero forme più evolute come il *total return swap*⁴.

La normativa italiana, nel definire le operazioni della specie, prevede unicamente che la cessione dei crediti avvenga a titolo oneroso.

Di particolare rilevanza è il principio, sancito dall'art. 4 della legge, della *separazione patrimoniale* del portafoglio ceduto.

Viene richiamato in proposito l'art. 58, commi 2, 3 e 4, d.lgs. n. 385/1993, in tema di cessione di rapporti giuridici a banche, il quale prevede:

1. regime di pubblicità dell'avvenuta cessione dei crediti nei confronti dei debitori ceduti (art. 58 d.lgs. n. 385/1993): la società cessionaria deve dare notizia dell'avvenuta cessione mediante pubblicazione in Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana;
2. separazione patrimoniale: dalla data di pubblicazione sui crediti acquistati e sulle somme corrisposte dai debitori ceduti sono ammesse azioni soltanto a tutela dei diritti incorporati nei titoli emessi (ABSs) dallo SPV nonché del pagamento dei costi dell'operazione. Il flusso di liquidità che l'incasso dei crediti è in grado di generare è funzionale in via esclusiva, insieme al *credit enhancement*, al rimborso dei titoli emessi, alla corresponsione degli interessi pattuiti e al pagamento dei costi

³Trattasi di struttura che consente di finanziare l'"acquisto" del Portafoglio, trasferendo ad un soggetto terzo il rischio di credito ma non la titolarità dei crediti stessi, prevedendo la concessione da parte di un terzo finanziatore di una garanzia sui crediti ceduti almeno pari al prezzo del portafoglio crediti, garanzia a sua volta garantita da un deposito irregolare per un importo corrispondente a quello del portafoglio.

⁴Il *total return swap* prevede che i pagamenti per capitale e interessi sui crediti riceduti dal cessionario nel corso dell'esercizio siano scambiati con pagamenti a tasso variabile legati all'indice LIBOR maggiorato di rimborsi di capitale in un ammontare predeterminato.

dell'operazione. La circolare 6 febbraio 2003, n. 8/E dell'Agenzia delle Entrate, ha precisato che un'eventuale eccedenza dei flussi attivi di un periodo rispetto all'ammontare delle obbligazioni pecuniarie da soddisfare per il medesimo periodo rimane comunque vincolata al patrimonio cartolarizzato e destinata al pagamento dei debiti del patrimonio medesimo. Ne consegue che, secondo l'Agenzia, nel corso dell'operazione di cartolarizzazione la SPV non ha in alcun modo la disponibilità dei predetti flussi attivi, in quanto essi sono destinati in via esclusiva al soddisfacimento dei creditori del patrimonio separato. Tuttavia, una volta pagati tutti i portatori dei titoli e salvaguardata la posizione dei garanti dell'operazione, potrebbero residuare importi ulteriori, costituiti da eventuali eccedenze fra quanto ottenuto dalla società veicolo nell'attività di incasso dei crediti e quanto conferito agli investitori a titolo di interessi e rimborso capitale. Tali importi andrebbero a formare un utile dell'operazione che, qualora non risulti assorbito dagli stessi titoli o da apposite obbligazioni c.d. "partecipative" (per lo più sottoscritte dallo stesso *originator*), potrebbe essere acquisito dalla stessa società veicolo, ipotesi quest'ultima non esclusa dalla legge (cfr. art. 2, comma 3, lett. h), della 130/1999). Anche l'Agenzia delle Entrate ha ritenuto, con la predetta circolare, che solo a conclusione dell'operazione, una volta soddisfatti tutti i creditori del patrimonio stesso, l'eventuale eccedenza residua potrà entrare nella disponibilità della SPV, se così stabilito negozialmente.

3. opponibilità: dalla stessa data la cessione dei crediti è opponibile
 - agli altri aventi causa del cedente, il cui titolo di acquisto non sia stato reso efficace verso i terzi in data anteriore;
 - ai creditori del cedente che non abbiano pignorato il credito prima della pubblicazione della cessione.
4. trapasso delle garanzie collaterali ai crediti oggetto di cessione: i privilegi e le garanzie di qualsiasi tipo, da chiunque prestate o comunque esistenti a favore del cedente, conservano la loro validità ed il loro grado a favore della società cessionaria senza bisogno di alcuna formalità o annotazione, quindi senza costi per il trasferimento delle garanzie collaterali.

L'art. 4 della legge prevede altresì, **in materia fallimentare**:

- la non applicabilità dell'azione revocatoria fallimentare (*ex art. 67 del r.d. 16 marzo 1942, n. 267*) ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti alla società cessionaria;
- la riduzione dei termini di due anni e di un anno previsti dal medesimo art. 67 r.d. n. 267/1942 rispettivamente a 6 e 3 mesi per le cessioni dei crediti oggetto di operazioni di *securitization* (la riduzione dei termini, in considerazione dei tempi richiesti per l'avvio della procedura fallimentare, equivale sostanzialmente all'inapplicabilità delle disposizioni fallimentari in esame).

4.4. L'emissione di valori mobiliari

Nella fase successiva lo SPV procede all'emissione dei valori mobiliari (titoli o certificati), necessaria per il finanziamento dell'operazione di acquisto, diretto o indiretto, dei crediti.

L'emissione delle ABSs è solitamente così strutturata:

- emissione in diverse *tranches*, con *rating* e rendimento diverso (*re-offer* competitivo);
- struttura dei pagamenti (capitale e interessi) in funzione dei flussi di cassa provenienti dal portafoglio (sulla base di un modello previsionale di *cash flow* sviluppato in relazione al singolo portafoglio crediti oggetto di cessione);
- piano di ammortamento fisso o *fast pay*, dove può essere previsto che i titoli a maggior *rating* abbiano un diritto di prelazione nel rimborso del debito;
- emissione internazionale o domestica in relazione alla struttura contrattuale e alle caratteristiche del portafoglio.

La **normativa italiana**, come accennato nel precedente par. 1.4, prevede l'applicabilità dell'art. 129 d.lgs. n. 385/1993, in materia di emissione di valori mobiliari.

Questa disciplina prevede che le emissioni di valori mobiliari e le offerte in Italia di valori mobiliari esteri di importo non superiore a € 51.645.689,90 ovvero al maggior importo determinato dalla Banca d'Italia in conformità alle deliberazioni del CICR, possano svolgersi liberamente, ma debbano essere comunicate alla Banca medesima, a cura degli interessati.

In particolare, la normativa prevede che:

- a) l'operazione potrà essere effettuata decorsi venti giorni dal ricevimento da parte della Banca della comunicazione ovvero, se richieste, delle informazioni integrative;
- b) le operazioni di importo superiore a quello sopra indicato (non liberamente eseguibili) potranno essere vietate dall'Organo di Vigilanza entro il suddetto termine di venti giorni, ovvero differite nell'esecuzione della parte di importo che eccede il predetto limite;
- c) la Banca d'Italia può liberamente prevedere, per particolari emissioni, l'assoggettamento ad una procedura semplificata, con riduzione del termine dei venti giorni.

La normativa speciale consente, inoltre, di eliminare vincoli giuridici costituenti ostacoli alla realizzazione delle operazioni in oggetto, nel caso in cui si intenda procedere al finanziamento tramite l'emissione di prestiti obbligazionari, sancendo l'inapplicabilità alle operazioni in oggetto degli articoli da 2410 a 2420 c.c., in materia di:

- limite all'emissione di obbligazioni: che vieta l'emissione di obbligazioni di valore superiore al capitale sociale versato ed esistente;
- deposito e iscrizione della delibera di emissione;

- riduzione del capitale: che stabilisce che il capitale sociale della società che ha emesso obbligazioni non può ridursi se non in proporzione alle obbligazioni rimborsate;
- contenuto minimale delle obbligazioni;
- costituzione di garanzie;
- assemblea degli obbligazionisti ed impugnazione delle delibere assembleari;
- rappresentante comune e relativi obblighi e poteri;
- azione individuale degli obbligazionisti;
- sorteggio delle obbligazioni.

Tenendo presente che nella media (delle poche ma significative esperienze⁵ in cui sono state coinvolte società italiane in qualità di *originator*) un'operazione di *securitization* si giustifica economicamente solo con emissioni mai inferiori a € 25.822.844,95, il suddetto vincolo giuridico di capitalizzazione dello SPV costituirebbe senza dubbio un vero e proprio ostacolo al realizzarsi di operazioni di questo tipo. E' questo infatti il motivo a causa del quale la maggior parte delle operazioni nelle quali sono state coinvolte società cedenti italiane, si sono svolte ricorrendo a SPV aventi sede in altri Paesi (e quindi soggetti, anche per quanto attiene l'emissione dei valori mobiliari, alla legislazione del Paese estero) ancorché il finanziamento fosse concesso tramite l'intervento di una banca d'affari con sede in Italia.

4.5. Il collocamento dei valori mobiliari

La **normativa italiana**, prevede che l'offerta dei valori mobiliari al pubblico sia soggetta alla disciplina dettata in materia di sollecitazione all'investimento, di cui al d.lgs. n. 58/1998.

Tale disciplina prevede:

- a) la redazione di un prospetto informativo riflettente l'organizzazione, la situazione economica e finanziaria e l'evoluzione dell'attività di chi propone l'operazione; il prospetto deve essere redatto e reso pubblico secondo quanto previsto dal regolamento Consob n. 6430/1992 (in corso di aggiornamento);
- b) l'ultimo bilancio approvato del soggetto emittente i valori mobiliari oggetto di offerta pubblica deve essere certificato da parte di società di revisione iscritta all'Albo (disposizione che si renderà difficilmente applicabile, laddove la società emittente - SPV - sia costituita *ad hoc* per realizzare un'unica operazione di *securitization*);

⁵ Si veda, a titolo non esaustivo, il recente caso Findomestic in Il Sole 24Ore del 15 luglio 1998, nonché il caso Creditconsumo, nell'articolo di MONDAINI D. e STUPAZZINI F., *I titoli "garantiti" da crediti*, in *Amministrazione e Finanza* n. 12/1997, p. 18. In quest'ultimo articolo è altresì citato il caso Banca Commerciale Italiana - Finleasing del 1991.

- c) entro 40 giorni la Consob può richiedere ulteriori informazioni o integrazioni da apportare al prospetto informativo per consentire l'esatta e completa informazione del pubblico;
- d) qualunque importante fatto nuovo o inesattezza del prospetto deve formare oggetto di un supplemento al prospetto, anch'esso da rendere pubblico nella forma prevista per il prospetto;
- e) la Consob può vietare l'esecuzione dell'operazione qualora il proponente non rispetti norme di fonte primaria o secondaria.

Nel diverso caso in cui l'emissione sia rivolta unicamente ad investitori professionali, è prevista la redazione e consegna a richiesta di un prospetto informativo il cui contenuto è previsto in forma minimale dall'art. 2 della legge, come indicato nel precedente paragrafo 4.1. In tal caso non si applica la disciplina della sollecitazione all'investimento.

4.6. La gestione del portafoglio

La remunerazione ed il rimborso dei titoli emessi dipende dal flusso di cassa che deriva dall'incasso dei crediti ceduti.

Particolare cura dovrà quindi essere garantita, anche a soddisfazione degli interessi dei sottoscrittori e del mercato, nella gestione dei crediti facenti parte del portafoglio oggetto di cessione.

La gestione può essere curata dalla stessa società cedente ovvero da un terzo soggetto a tal fine incaricato.

La **normativa italiana** prevede l'adozione della seconda soluzione. I servizi di incasso e pagamento devono infatti essere **affidati a banche o a intermediari finanziari** iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107 d.lgs. n. 385/1993 (*trustee* - v. prec. par. 1.5).

Inoltre, a tutela degli interessi dei sottoscrittori, è sancito il principio della "**destinazione esclusiva**", in base al quale:

- le somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti devono essere destinate in via esclusiva, dalla società cessionaria, al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi per finanziare l'acquisto di tali crediti, nonché al pagamento dei costi dell'operazione.

4.7. Il rimborso dei titoli

La fase di rimborso dei titoli emessi in conseguenza di operazioni di *securitization* è la fase che chiude il transito del finanziamento.

Nessuna particolare disposizione viene dettata in proposito.

Il rimborso dovrà avvenire secondo le modalità e nei termini indicati nel prospetto informativo.

5. I VANTAGGI DELL'OPERAZIONE

L'operazione, come si è accennato nei precedenti paragrafi, comporta una serie di vantaggi sia per la società cedente che per i sottoscrittori dei titoli emessi.

1. In primo luogo essa consente la smobilizzazione dei crediti dall'attivo dello Stato patrimoniale del cedente. Ciò può avvenire però solo qualora la cessione avvenga pro-soluto.
2. La cessione pro-soluto comporta per il cedente il trasferimento (in capo al cessionario) del rischio di insolvenza dei propri debitori.
3. Laddove la cessione abbia ad oggetto immobili generanti reddito, la società cedente può facilmente realizzare lo smobilizzo di tali attività a condizioni vantaggiose.
4. A fronte dello smobilizzo il cedente può ottenere, collateralmente al pagamento del corrispettivo dei crediti, un finanziamento (liquidità).
5. La riduzione dell'attivo patrimoniale consente al cedente di reinvestire mezzi in precedenza immobilizzati, contribuendo a migliorare gli indici di patrimonializzazione e di redditività (in termini di ROI e ROE), senza sacrificare i rapporti commerciali con la clientela (rapporti, sia esistenti che futuri, che rimangono in capo alla società cedente, essendo trasferito solo il credito che da essi si origina).
6. L'operazione è solitamente accompagnata da un buon ritorno in termini di immagine per la società cedente, sia sul mercato domestico sia su quello internazionale (in caso di emissioni tramite società veicolo di diritto estero ovvero collocate in mercati esteri), soprattutto laddove all'emissione delle ABSs, con elevato grado di *rating*, si accompagni la quotazione delle stesse in mercati regolamentati.
7. Nel caso in cui la società cedente sia una banca o altra società soggetta alla vigilanza della Banca d'Italia, la riduzione dell'attivo patrimoniale rende meno stringenti i vincoli di capitalizzazione e patrimonializzazione.
8. Meno immediato, ma di importanza non secondaria, è il miglioramento per la società cedente del grado di efficienza interna connesso allo svolgimento di particolari attività aziendali legate alla formulazione dei contratti ed alla scelta della clientela, nonché alla gestione del rischio di credito connesso alla stipulazione dei nuovi contratti. In particolare, la metodologia di controllo delle informazioni necessaria per eseguire una operazione di cartolarizzazione rende maggiormente efficace l'attività di controllo della qualità del credito e la gestione dello stesso all'interno della società cedente.
9. Per quanto riguarda il cessionario, il finanziamento viene supportato dall'emissione di valori mobiliari (ABSs, tipicamente titoli di debito che saranno oggetto di negoziazione in mercati regolamentati). Indirettamente, pertanto, il finanziamento viene concesso dal mercato. Il pubblico dei risparmiatori investe in titoli il cui grado di rischio è senz'altro inferiore a quello connesso ai singoli crediti (attuali e futuri) costituenti il portafoglio oggetto di cessione, in quanto quest'ultimo viene:
 - diversificato secondo criteri uniformi in modo da garantire che il flusso di cassa derivante dal rimborso dei crediti ceduti sia in grado, economicamente e

finanziariamente, di far fronte alle necessità di remunerazione e rimborso dei titoli emessi;

- garantito da particolari forme di garanzia prestate dal cedente ovvero da soggetti terzi (società specializzate di settore) e
- di conseguenza supportato dall'ottenimento di un *rating* mediamente elevato.

10. L'operazione, quindi, è in sé “autoliquidante” nel senso che esiste corrispondenza tra il profilo di rimborso delle attività cedute e quello dei titoli che vengono emessi. In tal senso è praticamente annullato il rischio di fallimento del soggetto emittente i titoli da operazioni di *securitization*.

5.1. Confronto fra *securitization* e *factoring*

Particolari differenze possono riscontrarsi fra le operazioni di *securitization* e quelle di *factoring*.

Entrambe vengono realizzate tramite cessioni di crediti attuali e futuri, tuttavia:

1. la *securitization* generalmente prevede la cessione dei crediti pro-soluto ovvero, solo in rari casi, forme diverse; mentre nel *factoring* la cessione può avvenire pro-solvendo;
2. la selezione del portafoglio crediti nel *factoring* avviene sulla base di criteri omogenei senza la necessità di valutare che questi producano flussi di cassa costanti, in mancanza della necessità di dover garantire la remunerazione ed il rimborso di titoli posseduti dal mercato dei risparmiatori; mentre nella *securitization* il complesso dei crediti ceduti viene valutato su basi finanziarie/statistiche in funzione delle esigenze di mercato connesse al finanziamento dell'operazione;
3. la gestione dell'incasso dei crediti nel *factoring* viene di solito svolta dal *factor*; mentre nella *securitization*, in mancanza di accordi specifici volti a delegare un soggetto terzo (*servicer o trustee*), come richiesto dalla normativa italiana, essa viene lasciata alla società cedente;
4. il margin di profitto relativo ai crediti ceduti nella *securitization* rimane in capo al cedente, il quale ottiene il finanziamento a fronte della cessione dei crediti a condizioni solitamente abbastanza vantaggiose, in considerazione del fatto che solitamente l'operazione è supportata da idonee forme di garanzia prestate direttamente dallo stesso cedente (il quale percepirà il compenso per la garanzia prestata ovvero ridurrà lo *spread* fra il valore nominale dei crediti ceduti il valore di cessione degli stessi, che costituisce il finanziamento ottenuto) ovvero da terzi (in quest'ultimo caso ovviamente la remunerazione per la garanzia prestata sarà ricavata dal terzo garante); mentre nel *factoring* (nell'ipotesi di cessione pro-soluto, come nella *securitization*) difficilmente il margine verrà retrocesso al cedente, considerando gli alti scarti in genere applicati dalle società di *factoring* tra il valore nominale dei crediti ceduti ed il netto ricavo pagato.

6. L'ELIMINAZIONE DEGLI OSTACOLI DI NATURA GIURIDICA

La normativa italiana, così come concepita nella legislazione speciale di nuova emanazione, consente di superare alcuni ostacoli giuridici al realizzarsi delle operazioni di *securitization*:

1. è stabilito il principio della separazione patrimoniale (*portfolio segregation*) del portafoglio crediti ceduto;
2. alla società veicolo non si rende applicabile la disciplina dell'emissione di obbligazioni prevista dal codice civile agli artt. da 2410 a 2420 e, segnatamente il limite di capitalizzazione in materia di emissione di titoli obbligazionari di cui all'art. 2412 c.c.;
3. viene prevista l'applicazione della disciplina in materia di sollecitazione all'investimento, in caso di collocamento dei titoli presso il pubblico, a tutela dei risparmiatori e del mercato;
4. è previsto che la società cessionaria "e" la società emittente assumano la qualifica giuridica di società finanziarie operanti nei confronti del pubblico, ai sensi dell'art. 106 e ss. d.lgs. n. 385/1993;
5. la gestione dei crediti viene affidata ad intermediario qualificato: una banca ovvero un intermediario finanziario ex art. 107 d.lgs. n. 385/1993;
6. le somme originate dalla gestione dei crediti ceduti devono essere destinate in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi.

6.1 Il recente decreto "competitività" (d.l. n. 35/05) e la disciplina delle operazioni di cartolarizzazione dei titoli di credito bancari (*covered bonds*)

In seguito alle modifiche apportate alla legge sulla cartolarizzazione dal decreto legge sulla competitività (convertito con legge n. 80/2005, pubblicata in *G.U.* n. 111 del 14 maggio 2005, S.O. n. 91) anche in Italia è stata disciplinata l'emissione di obbligazioni bancarie garantite (*covered bonds*). In tal modo si è riempito un vuoto legislativo che poneva gli istituti di credito nazionali in posizione di svantaggio rispetto alle banche comunitarie e si allinea la normativa italiana con quella degli altri stati membri.

Tecnicamente un "*covered bond*" viene emesso con un percorso simile a quello di una cartolarizzazione. In un primo momento la banca cede a una società veicolo (costituita appunto sotto il cappello della legge 130/99) un portafoglio di crediti o titoli. Questo diventa un patrimonio separato, non aggredibile, quindi, dai creditori dell'istituto. In un secondo tempo, poi, la banca stessa emette sul mercato un prestito obbligazionario, ricevendo dalla società veicolo una garanzia. Qui sta la differenza sostanziale con le cartolarizzazioni: non è la società veicolo a emettere i titoli, ma l'istituto di credito. Questo rende i *covered bond* più forti delle obbligazioni derivanti dalla *securitization*: sono infatti garantiti sia dalla banca che dal portafoglio crediti. Per questo gli istituti attendevano questa legge: la duplice garanzia permette, infatti, di emettere obbligazioni con rating altissimi e con rendimenti più contenuti rispetto alle *securitization*. In pratica i *covered bonds* sono per le banche strumenti di raccolta molto convenienti.

La norma con la quale si disciplinano le obbligazioni bancarie garantite è costituita dal nuovo art. 7-*bis* della legge 30 aprile 1999, n. 130 che in sostanza estende la disciplina della cartolarizzazione anche alle cessioni di crediti (...) effettuate da banche in favore di società il cui oggetto esclusivo sia l'acquisto di tali crediti e titoli, mediante l'assunzione di finanziamenti concessi o garantiti anche dalle banche cedenti, e la prestazione di garanzia per le obbligazioni emesse dalle stesse banche ovvero da altre”.

Secondo quanto disposto dal secondo comma dell'art. 7-*bis* i crediti e i titoli acquistati dalla società veicolo e le somme corrisposte dai relativi debitori sono utilizzati per: il soddisfacimento dei diritti degli obbligazionisti; il soddisfacimento delle controparti dei contratti derivati con finalità di copertura dei rischi insiti nei crediti e nei titoli ceduti e degli altri contratti accessori; il pagamento degli altri costi dell'operazione, in via prioritaria rispetto al rimborso dei finanziamenti di cui al primo comma dello stesso articolo. Tale norma esprime, in sostanza, il già illustrato principio della “segregazione patrimoniale”.

I crediti oggetto di cessione così come individuati dal primo comma dell'art. 7-*bis* sono: crediti fondiari e ipotecari; crediti nei confronti delle pubbliche amministrazioni o garantiti dalle medesime. È inoltre possibile cedere “titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione aventi a oggetto crediti della medesima natura”. La banca è tenuta a dare notizia della cessione mediante iscrizione nel registro delle imprese e pubblicazione in *Gazzetta Ufficiale*, condizione questa necessaria perché la cessione abbia efficacia nei confronti del debitore ceduto.

Il settimo comma dell'art. 7-*bis* nel prevedere che: “Ogni imposta e tassa è dovuta considerando le operazioni di cui al comma 1 come non effettuate” stabilisce anche che i crediti e i titoli ceduti si considerano come iscritti nel bilancio della banca cedente, se: per le cessioni è pagato un corrispettivo pari all'ultimo valore di iscrizione in bilancio dei crediti e dei titoli; il finanziamento di cui al comma 1 è concesso o garantito dalla medesima banca cedente.

La disciplina dettata in materia di *covered bond* necessita peraltro di integrazioni che tengano conto della natura dell'attività svolta dall'emittente e disciplinino i limiti dell'emissione. In particolare spetta al ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia, emanare un apposito regolamento che contenga le disposizioni di attuazione dell'art. 7-*bis* in relazione: al rapporto massimo tra le obbligazioni oggetto di garanzia e le attività cedute; alla tipologia di tali attività e di quelle, dagli equivalenti profili di rischio, utilizzabili per la loro successiva integrazione; alle caratteristiche della garanzia di cui al primo comma.

Il sesto comma dell'art. 7-*bis* prevede inoltre che le disposizioni di attuazione emanate ai sensi dell'art. 53 Tub (in relazione ai poteri di vigilanza attribuiti alla Banca d'Italia) debbano disciplinare “anche i requisiti delle banche emittenti, i criteri che le banche cedenti adottano per la valutazione dei crediti e dei titoli ceduti e le relative modalità di integrazione, nonché i controlli che le banche effettuano per il rispetto degli obblighi previsti dal presente articolo, anche per il tramite di società di revisione allo scopo incaricate”.

Le disposizioni di attuazione si applicano, per espressa previsione dell'art. 7-*ter* anche alla “costituzione di patrimoni destinati aventi a oggetto i crediti e i titoli di cui all'articolo 7-*bis*, comma 1, e alla destinazione dei relativi proventi, effettuate ai sensi

dell'articolo 2447-*bis* cc., per garantire i diritti dei portatori delle obbligazioni emesse da banche di cui all'articolo 7-*bis*, comma 1”.

Normativa civilistica e leggi bancarie si intersecano quindi nella regolamentazione dei *covered bonds* in una materia, quella delle emissioni obbligazionarie effettuate dagli istituti di credito, in cui le disposizioni contenute nel Tub si applicano spesso in deroga a quelle previste nel codice civile. Gran parte delle norme dettate dal codice civile in materia di titoli obbligazionari sono infatti inapplicabili (salvo il caso particolare delle obbligazioni convertibili) se l'emittente è rappresentato da un istituto di credito. Fanno eccezione le disposizioni relative alla determinazione del contenuto e al sorteggio delle obbligazioni da rimborsare mentre, generalmente, non si applicano quelle relative ai limiti di emissione o ai diritti attribuiti al portatore del titolo.

Proprio la vigilanza prudenziale cui sono sottoposte le banche svolgerebbe una funzione di tutela nei confronti dei sottoscrittori e spiegherebbe in parte l'inapplicabilità delle disposizioni civilistiche alle obbligazioni bancarie. È l'art 12 Tub che autorizza “le banche, in qualunque forma costituite” a emettere titoli obbligazionari anche convertibili, nominativi o al portatore. La previsione di cui al sesto comma dell'art. 7-*bis* si spiega tenendo conto che per le banche l'emissione di titoli obbligazionari rientra tra le attività sottoposte a vigilanza prudenziale, attività che la Banca d'Italia può regolamentare attraverso provvedimenti finalizzati al contenimento del rischio.

Oltre a specifiche disposizioni di attuazione la Banca d'Italia può, per esempio, vietare o differire l'emissione se vi è il rischio di compromettere la stabilità del mercato dei valori mobiliari. L'emissione dei titoli obbligazionari è deliberata dall'organo amministrativo della banca. La diffusione delle obbligazioni bancarie può inoltre essere facilitata dalla possibilità che tali titoli possono, secondo quanto previsto dall'art. 148 Tub, essere stanziati in anticipazione presso la Banca d'Italia.

7. IL TRATTAMENTO CONTABILE

In materia di trattamento contabile delle operazioni di smobilizzo di crediti (*factoring* e *securitization*) la Consob, con propria comunicazione DAC/RM/97003369 del 9 aprile 1997, ha precisato che nella contabilizzazione dell'operazione, cedente e cessionario dovranno rispettare i criteri di contabilizzazione e di esposizione in bilancio prescritti dal Principio Contabile n. 15 emanato nel gennaio 1996 dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e Consiglio Nazionale dei Ragionieri.

Con riferimento al suddetto Principio contabile, la Consob ha chiarito quanto segue:

1. la sostanza delle operazioni dovrà prevalere sulla forma giuridica adottata, al fine di fornirne in bilancio una rappresentazione veritiera e corretta;
2. se la modalità prescelta è la cessione pro-soluto, che comporta il trasferimento al cessionario del relativo rischio di insolvenza, il cedente dovrà procedere allo scarico contabile dei crediti ceduti dall'attivo del proprio Stato Patrimoniale, registrando a Conto Economico la differenza tra il valore di carico dei crediti ed il corrispettivo di cessione;
3. qualora per il cedente il rischio connesso all'operazione sia limitato all'ammontare del credito per il corrispettivo parziale differito ovvero del prestito subordinato

ottenuto dalla società veicolo o da un diverso soggetto finanziatore, non sarà necessario iscrivere nei conti d'ordine alcun importo. La valutazione del rischio avverrà, infatti, tramite la valutazione delle poste attive non monetarie (credito per il corrispettivo differito o prestito subordinato), la cui qualità è comunque misurata indirettamente con riferimento alla qualità del portafoglio ceduto.

4. La Consob richiede alle società cedenti di garantire omogeneità all'appostazione di eventuali fondi rettificativi delle poste attive di credito (corrispettivo ovvero prestito). Così, qualora si rendano necessarie svalutazioni, le corrispondenti rettifiche, ancorché conteggiate con riferimento alla performance dei crediti ceduti, dovranno essere portate in deduzione del credito per il corrispettivo ovvero per il prestito subordinato concesso per la cartolarizzazione.
5. In nota integrativa la società cedente dovrà inoltre dare la massima trasparenza:
 - alla natura contrattuale delle operazioni di smobilizzo dei crediti, nonché alle relative modalità di contabilizzazione, illustrandole nei criteri di valutazione;
 - ai rischi che permangono in capo alla società cedente in conseguenza dell'eventuale regresso e di ogni altra specifica previsione contrattuale;
 - alle poste di bilancio coinvolte e/o comunque riferibili alle operazioni di smobilizzo poste in essere;
 - all'ammontare del *turnover* nel periodo di riferimento qualora l'ammontare complessivo dei crediti smobilizzati nel corso del periodo sia rilevante con riferimento al valore della produzione del periodo stesso;
 - all'ammontare nominale dell'*outstanding* alla data del bilancio qualora l'ammontare complessivo degli attivi ceduti non ancora scaduti a fine periodo sia rilevante con riferimento alla situazione finanziaria;
 - qualora il consiglio di amministrazione ritenga di non uniformarsi, per qualsiasi motivo, ai principi contabili e di *disclosure* chiariti dalla Consob, gli amministratori stessi dovranno dichiararlo esplicitamente nella nota integrativa del bilancio di esercizio e, ove la normativa si renda applicabile, al bilancio consolidato di gruppo, fornendo i motivi per i quali si è ritenuto di non adeguarsi a quanto raccomandato e dando adeguata informazione degli eventuali criteri alternativi utilizzati.

Si precisa che l'autorità della Consob in materia contabile e di redazione di bilanci si esprime nei confronti di società con titoli negoziati in mercati regolamentati. Le indicazioni fornite rappresentano tuttavia utile punto di riferimento in materia contabile per tutte le società che intendono porre in essere operazioni di *securitization*.

La Consob non detta indicazioni per i casi in cui l'operazione non avvenga tramite cessione pro-soluto delle attività. Il Principio Contabile n. 15 prevede che, qualora l'operazione si perfezioni con modalità diverse dalla cessione pro-soluto del portafoglio crediti (o immobili), che non realizzino (o realizzino solo in parte) il trasferimento del rischio di credito in capo al cessionario, il cedente potrà scegliere fra due modalità alternative di contabilizzazione:

- scarico dall'attivo patrimoniale con iscrizione dell'ammontare dell'anticipazione ricevuta e del credito verso la controparte per la differenza tra valore nominale dei crediti e l'anticipazione; ovvero
- mantenimento delle attività cedute in bilancio, in quanto considerate come conferite in garanzia (dandone precisa informativa quali/quantitativa in nota integrativa) a fronte dei prestiti accordati dal cessionario con iscrizione nell'attivo dell'anticipazione ricevuta (al netto delle commissioni) e nel passivo del debito di pari importo verso la società cessionaria o finanziatrice se diversa dalla prima.

Per quanto riguarda la contabilizzazione nel bilancio della SPV, la disposizione del 29 marzo 2000 della Banca d'Italia sulla redazione del bilancio degli istituti bancari e finanziari obbliga la SPV alla rappresentazione “sotto la linea” dei dati riguardanti il patrimonio separato, attraverso la separata evidenza nella nota integrativa.

Di conseguenza, il conto economico della SPV non deve essere influenzato dalle vicende realizzative dei crediti, sia per quota capitale che per interessi attivi, di pertinenza del patrimonio separato in questione, né gravato delle spese sostenute dalla società stessa specificamente per la gestione di ciascuna operazione e dell'inerente patrimonio.

Il conto economico della SPV dovrebbe accogliere essenzialmente i corrispettivi conseguiti per i servizi di gestione resi nell'interesse del patrimonio gestito (o separato) e che rappresentano, correlativamente, costi da indicare a decremento di esso.

Le informazioni contabili relative a ciascuna operazione di cartolarizzazione (cioè i dati a carattere qualitativo e quantitativo sui flussi attivi e passivi dei crediti, dei proventi e dei costi) devono essere inserite in appositi prospetti (cioè in uno “stato patrimoniale” e un “conto economico” da allegare alla nota integrativa).

L'Agenzia delle Entrate, con la Risoluzione 26 febbraio 2002, n. 54/E, ha puntualizzato che né le disposizioni contenute nella legge n. 130/1999, né il documento della Banca d'Italia sopra richiamato esimono la società veicolo dalla registrazione contabile delle vicende del “patrimonio separato” nelle scritture contabili obbligatorie che sono previste dall'art. 14 del D.P.R. 600/73 (libro giornale, libro mastro, libro degli inventari).

Al fine di favorire una rappresentazione fedele e separata di tutte le vicende dei singoli patrimoni cartolarizzati, l'Agenzia ha ritenuto preferibile che la contabilizzazione abbia luogo in appositi sezionali del libro giornale con la tenuta di un piano dei conti che rubrici sotto apposite voci i conti riferibili ai patrimoni stessi.

In ambito internazionale il principio contenuto nello **Ias 39** statuisce che l'*originator* possa portare l'*asset* fuori bilancio solo se non ne detiene più il controllo. Quest'ultimo è definito come il diritto di ricevere benefici dagli *asset* o la possibilità di limitare l'accesso di terzi a tali benefici. Il beneficio connesso ai crediti rinviene nel fatto di ottenere dei flussi di cassa; se il beneficio viene ceduto si può dedurre che il controllo è stato trasferito a patto che eventuali altri diritti e obbligazioni ritenuti dall'*originator* non siano significativi (come per esempio il diritto dell'*originator* di riacquistare gli *asset* a un prezzo differente dal *fair value*).

Il principio da applicare di caso in caso è comunque quello della prevalenza della sostanza economica sulla forma giuridica dell'operazione. Un principio generale solitamente utilizzato è il seguente: se l'acquirente degli *asset* può liberamente venderli o darli in pegno, l'*originator* ha la facoltà di portarli fuori bilancio

Per quanto riguarda lo SPV, il **Sic12** (norma di interpretazione) afferma che se lo *special purpose vehicol* è configurabile come una controllata di fatto, l'*asset* oggetto della cartolarizzazione, che è stato stralciato dal bilancio, torna a riprendere la sua posizione attraverso il consolidamento del veicolo.

La definizione di controllo si evince tendenzialmente dallo **Ias 27** (*consolidated financial statements*) e consiste nella capacità di direzionare o dominare il potere decisionale dello SPV allo scopo di trarre benefici dalle attività della stessa (attività del SPV svolte in nome dell'*originator*, cedente che ha il diritto di ottenere profitti del SPV o che è esposto a rischi significativi dello stesso). L'eventuale recupero dei crediti cartolarizzati potrebbe, di fatto, vanificare del tutto gli impatti positivi sul bilancio.

8. IL TRATTAMENTO FISCALE

L'originaria formulazione della bozza di disegno di legge prevedeva talune agevolazioni fiscali per la realizzazione delle operazioni di *securitization*.

In sede di approvazione alla Camera dei Deputati, il disegno di legge è stato integralmente rivisto al fine di riservare alle operazioni di *securitization* il trattamento fiscale ordinario, onde evitare che la previsione di eventuali agevolazioni fiscali possa incidere sulle valutazioni economiche e strategico-organizzative dei soggetti coinvolti nell'operazione, producendo di fatto distorsioni di mercato.

8.1 Imposte dirette

- imposta sul reddito per la società cedente: l'art. 6 della legge 130/99 *espressamente dispone che le diminuzioni di valore concorrono alla determinazione del reddito d'impresa negli esercizi in cui sono iscritte a conto economico*; con tale intervento il legislatore ha equiparato la disciplina fiscale delle diminuzioni di valore registrate sugli attivi ceduti a quella civilistica, introducendo, di fatto, nell'ordinamento tributario un elemento di specialità⁶ all'ordinario regime di deducibilità delle perdite su crediti. Come è noto, tale regime è individuato dal combinato disposto degli artt. 101 e 106 del t.u.i.r., in base al quale sono deducibili dal reddito d'impresa le perdite derivanti da elementi *certi e precisi* per la quota parte del loro ammontare che eccede le svalutazioni accantonate nell'apposito fondo rischi.

Con riferimento a tale norma, la dottrina ha assimilato le diminuzioni di valore registrate per effetto dell'operazione di cartolarizzazione di:

⁶“... In deroga al principio generale che riconosce la deducibilità delle perdite su crediti solo in presenza di elementi certi e precisi – e, dunque, allorché la medesima perdita sia generata da una cessione del tipo pro soluto – il legislatore subordina la deducibilità delle diminuzioni di valore dei crediti esclusivamente allo loro iscrizione al conto economico.....” (R. Salvatori e G. Luschi: “*Prime riflessioni in merito alla legge sulla cartolarizzazione dei crediti*” in *Il Fisco*, n. 32/99).

1. *crediti scaduti*, a minusvalenze patrimoniali deducibili immediatamente dal reddito d'impresa⁷;
2. *crediti futuri*, ad oneri finanziari che maturano *pro rata temporis* e deducibili in base a tale criterio⁸.

Quest'ultima interpretazione è stata condivisa dalla giurisprudenza della Corte di Cassazione⁹ che ha assimilato i differenziali realizzati a seguito di cessione di crediti futuri ad interessi impliciti, deducibili dal reddito d'impresa *pro rata temporis*.

- imposta sul reddito per la società veicolo: la società veicolo non risulta essere destinataria di alcun provento o interesse proprio che possa assumere rilevanza fiscale nei singoli periodi di imposta nei quali si svolge ciascuna operazione di cartolarizzazione. I risultati economici derivanti dalla gestione del patrimonio cartolarizzato nel corso della realizzazione delle operazioni in esame non entrano nella disponibilità dello SPV, rimanendo quest'ultimo estraneo ad essi. Infatti il rischio di credito connesso alla gestione del portafoglio di crediti grava esclusivamente sui sottoscrittori dei titoli. Pertanto, anche le risultanze dell'attività gestoria devono assumere rilevanza in capo ai medesimi sottoscrittori in sede di rimborso del capitale investito. Ciò premesso la Circolare 6 febbraio 2003, n. 8/E dell'Agenzia ha chiarito che è *“da escludersi, quindi, l'imponibilità in capo alla società veicolo di eventuali spreads di periodo collegati a possibili disallineamenti temporali tra flussi finanziari del patrimonio cartolarizzato relativi all'incasso dei crediti acquisiti e al pagamento dei proventi promessi ai sottoscrittori o derivanti dal reinvestimento delle disponibilità liquide sopravvalenti o, ancora, provocati dall'indebitamento necessario per far fronte alle scadenze”*. In sostanza l'Agenzia ha ritenuto che il vincolo di destinazione dei patrimoni segregati, con riferimento a tale peculiare ipotesi esclude a priori un profilo di possesso del reddito rilevante ai fini tributari¹⁰.

Con la medesima circolare, l'Agenzia delle Entrate ha precisato che nel caso in cui al termine dell'operazione di cartolarizzazione residui un avanzo finale in capo allo SPV (vedi *supra* paragrafo 4.3), tale avanzo, una volta soddisfatti tutti i creditori del patrimonio separato e di cui lo SPV risulti destinatario, deve essere attratto a tassazione nel momento in cui entra in possesso del percettore, quindi a scadenza di ciascuna operazione di cartolarizzazione. Solo in tale momento, infatti, maturano le circostanze di certezza dell'*an* e di determinabilità del *quantum* prescritte dall'art. 75 del t.u.i.r. affinché un dato componente possa concorrere a formare il reddito imponibile. Di conseguenza solo il residuo finale eventualmente emergente al

⁷ “...Il cedente dei crediti cartolarizzati realizzerà, cedendo i crediti per un importo inferiore al valore nominale, una minusvalenza che, per i crediti scaduti, sarà senz'altro deducibile fiscalmente dal punto di vista giuridico contabile, e di reddito d'impresa, si tratta però di dismissioni da cui derivano *capital gains* o *capital losses* rilevanti immediatamente ai fini della determinazione del reddito d'impresa”. (R. Lupi “*Profili fiscali delle operazioni di cartolarizzazione*”. In “*Rassegna Tributaria*” n. 2/2000).

⁸ R. Valacca, “*La cartolarizzazione dei crediti nella disciplina del reddito d'impresa*”, in “*Corriere Tributario*”, n. 19/99.

⁹ Sent. N. 13916 del 20 ottobre 2000: “.....una perdita deducibile è configurabile solo se il prezzo di cessione è inferiore al valore attualizzato dei crediti ceduti, e cioè al valore dei crediti ceduti calcolato al netto degli interessi “impliciti” non ancora maturati al momento della cessione”.

¹⁰ In senso conforme anche l'Assonime con circolare 24 maggio 2000, n. 39.

termine dell'operazione deve essere tassato in capo allo SPV come sopravvenienza attiva all'atto di iscrizione nello stato patrimoniale (e non più in nota integrativa) dello SPV.

- imposte sul reddito per i portatori dei titoli emessi: dietro espresso rinvio dell'art. 6, comma 1, della legge n.130/1999, ai titoli in esame si applica lo stesso trattamento fiscale stabilito per le obbligazioni emesse dalle società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati italiani e per titoli ad essi simili.

In particolare:

- gli interessi e altri proventi dei titoli aventi scadenza inferiore a 18 mesi sono soggetti a una ritenuta del 27%, d'acconto o d'imposta a seconda della natura del percettore (art. 26, commi 1 e 4, d.p.r. n. 600/73);
- gli interessi e altri proventi dei titoli aventi scadenza non inferiore a 18 mesi sono soggetti a un'imposta sostitutiva del 12,50% in capo ai soggetti c.d. "nettisti" (art. 2, comma 2, d.lgs. n. 239/96)

Per un approfondimento al riguardo si rinvia all'apposita monografia sul sistema di tassazione dei redditi di capitale e dei redditi diversi.

- scomputo delle ritenute sugli interessi dei depositi e dei conti correnti bancari del patrimonio separato: le disponibilità finanziarie del patrimonio separato derivano dall'incasso dei crediti in un tempo anteriore al rimborso dei titolari emessi per il finanziamento dell'acquisto dei crediti. Tali disponibilità finanziarie possono essere temporaneamente depositate su conti correnti bancari, con la produzione di interessi attivi. La risoluzione 5 dicembre 2003, n. 222/E ha precisato che su detti interessi attivi deve essere applicata la ritenuta d'acconto del 27%, ai sensi dell'art. 26, comma 2, del D.P.R. n. 600/73. Tali interessi attivi concorrono però a formare l'eventuale reddito imponibile o "residuo finale" solamente al termine dell'operazione di cartolarizzazione, cioè dopo che sono stati soddisfatti tutti i creditori del patrimonio separato. Conseguentemente, ai sensi dell'art. 79 del t.u.i.r., tali ritenute si scomputano solo nel periodo d'imposta nel quale gli interessi derivanti da conti correnti bancari cui afferiscono concorrono a formare il reddito complessivo della società veicolo, pur essendo state effettuate in un momento anteriore (all'atto del pagamento degli interessi).

8.2 Imposte Indirette

- IVA per il cedente: in mancanza di espressa disposizione in materia, si precisa che:
 - ⇒ la cessione di crediti in denaro non costituisce cessione di beni rientrante nel campo di applicazione dell'Imposta sul Valore Aggiunto *ex* art. 2, comma 3, lett. a), d.p.r. n. 633/1972;
 - ⇒ tuttavia, l'art. 3, comma 2, n. 3), d.p.r. n. 633/1972 riconduce nell'ambito delle prestazioni di servizi le operazioni finanziarie realizzate mediante la negoziazione, anche a titolo di cessione pro-soluto, di crediti, cambiali o assegni.

Ai fini del trattamento IVA delle operazioni di *securitization* deve quindi valutarsi se la cessione pro-soluto del credito debba intendersi o meno funzionale ad una operazione di finanziamento. Nel secondo caso la cessione dei crediti assumerà rilevanza ai fini dell'IVA, pur restando esente dall'applicazione del tributo, *ex art. 10, comma 1, d.p.r. n. 633/1972*; nel primo caso invece essa non assumerà rilevanza alcuna. La qualificazione dell'operazione ai fini IVA assume rilevanza ai fini dell'applicazione dell'imposta di registro (v. oltre).

Si ritiene che l'operazione di *securitization* nel complesso abbia natura finanziaria e che la cessione pro-soluto dei crediti rivesta natura strumentale.

Il trattamento ai fini IVA delle operazioni di *securitization* deve quindi essere individuato ai sensi di quanto previsto dal combinato disposto dell'art. 3, comma 2, n. 3), d.p.r. n. 633/1972, e art. 10, comma 1, n. 1), decreto medesimo, configurandosi pertanto prestazione di servizio esente dall'applicazione dell'imposta.

- IVA per il cessionario: gli interessi impliciti nello scarto fra valore nominale dei crediti e prezzo di acquisto e/o gli interessi per il finanziamento concesso assumono rilevanza ai fini IVA ma godono del regime di esenzione *ex art. 10, n. 1), d.p.r. n. 633/1972*. Il medesimo regime di esenzione è riservato ad eventuali commissioni addebitate al cedente.
- imposta di registro: rispetto alla originaria formulazione del disegno di legge, è cancellata la disposizione in forza della quale l'applicazione dell'imposta di registro deve avvenire in misura fissa solo in caso d'uso.

Deve quindi rinviarsi ai principi generali in materia di Imposta di Registro, con particolare riferimento al principio di alternatività di questa imposta con l'IVA.

In forza del suddetto principio, laddove la cessione di crediti assuma rilevanza ai fini IVA, ancorché risulti esente dall'applicazione del tributo, come si ritiene nel caso di specie, l'imposta di registro risulterà applicabile in misura fissa, solo in caso d'uso.

- imposta sostitutiva *ex d.p.r. n. 601/1973*: l'art. 6, comma 2, della legge espressamente prevede che se la cessione ha per oggetto crediti derivanti dalle operazioni indicate negli articoli 15, 16 e 19 del d.p.r. 29 settembre 1973, n. 601, continuano ad applicarsi le agevolazioni previste nel citato articolo 15.

L'agevolazione fiscale consiste nell'applicazione di una imposta sostitutiva delle imposte di registro, di bollo, ipotecarie e catastali, nonché delle tasse di concessione governativa, pari allo 0,25% del credito erogato.

L'espressa previsione che ai crediti derivanti da operazioni agevolate continuano a trovare applicazione le agevolazioni fiscali, ha fatto venir meno i forti dubbi avanzati da parte della dottrina, ancorché a tale conclusione potesse essere sostenuta in via interpretativa anche quando il cessionario è una banca o finanziaria controllata da banca avente sede in paese appartenente all'UE.

- tassa sui contratti di borsa: non è stata inserita una precisa disposizione che riservi ai contratti aventi ad oggetto il trasferimento dei titoli originati da operazioni di *securitization* una particolare agevolazione. Dovranno pertanto applicarsi le regole generali e cioè, sinteticamente:
 - esenzione se i contratti sono conclusi in un mercato regolamentato;

- esenzione se i contratti, pur essendo conclusi *over the counter*, hanno ad oggetto titoli negoziati in mercati regolamentati, a condizione che siano stipulati fra determinate categorie di soggetti;
- applicazione della tassa nella misura vigente negli altri casi.