

Prof. Alessandro Carretta

IL LEASING OPERATIVO

Sintesi della ricerca sulle caratteristiche giuridiche, economiche e gestionali nei mercati europeo e statunitense e prospettive di sviluppo in Italia



INTRODUZIONE

L'attività di leasing costituisce ormai un business affermato in Europa occidentale e negli Stati Uniti d'America. Il successo di mercato del leasing, testimoniato da una crescita significativa per volumi e per articolazione, è dovuto in estrema sintesi alla flessibilità dello strumento ed alla sua capacità di continuo adattamento al contesto finanziario ed alle normative civilistiche e fiscali dei diversi Paesi. Il leasing alimenta un rapporto dialettico con le diverse forme di acquisizione e di finanziamento della disponibilità dei beni; in particolare, il leasing finanziario è sottoposto a un continuo confronto, in termini diversi a seconda dei casi e del momento storico di riferimento, con l'acquisto e con i finanziamenti tradizionali.

Nei mercati evoluti del leasing sono inoltre presenti con buona frequenza soluzioni di acquisizione della disponibilità dei beni simili alla locazione, che presentano caratteristiche e cicli di sviluppo anche assai diversi, ma sono contraddistinte in genere da una significativa contiguità rispetto al leasing finanziario tradizionale e da alcuni importanti tratti comuni, che consentono di identificare un'area d'affari unitaria, riconducibile alla tipologia del leasing operativo.

Il presente lavoro riporta i principali risultati di un'importante ricerca sul leasing operativo, condotta nei principali mercati esteri (Stati Uniti, Gran Bretagna, Francia e Germania)¹.

La ricerca si è proposta di mettere a fuoco i connotati distintivi del business del leasing operativo nei vari aspetti di rilievo (giuridico, economico, gestionale) e di alimentare le prime riflessioni nella prospettiva dello sviluppo di tale attività in Italia.

L'indagine è stata svolta, per ognuno dei Paesi presi in esame, con riferimento agli specifici profili del prodotto, della regolamentazione, della domanda e dell'offerta (cfr. la tavola allegata).

In particolare, per quanto riguarda il prodotto, il principale sforzo è stato rivolto alla delimitazione del leasing operativo, resa ardua dal fatto che l'inquadramento in ciascun Paese di tale fattispecie è risultato non univoco, ma ha richiesto un'analisi dei diversi profili rilevanti: legale, contabile e fiscale. Il leasing operativo non è pertanto definibile in assoluto, bensì in relazione alla scelta di uno specifico contesto di analisi. Si è anche provveduto ad inquadrare gli elementi costitutivi del prodotto ed



i profili contrattuali. Gli ambiti discussi riguardano la struttura dell'operazione, le tipologie di beni locati, la durata dei contratti, gli obblighi del locatore e quelle dell'utilizzatore, i rapporti con i fornitori e la prestazione dei servizi accessori. Ove possibile, è stato anche proposto un confronto fra le caratteristiche del leasing operativo e quelle del leasing finanziario e di altri prodotti simili, tenuto conto anche dei rischi peculiari dell'operazione.

Sul fronte della regolamentazione, la ricerca ha preso in esame le caratteristiche dei controlli, attraverso un'analisi dei principi generali e degli eventuali raccordi con la vigilanza bancaria; la normativa contabile, che in alcuni casi è particolarmente complessa ed ha richiesto un'analisi specifica della collocazione off-balance sheet delle operazioni; il trattamento fiscale delle operazioni, con riferimento sia alla posizione del locatore che a quella dell'utilizzatore.

Per quanto riguarda la domanda, si è cercato di individuare, oltre che un quadro generale del mercato, per volumi, beni, soggetti di contropartita, anche le funzioni d'uso del prodotto ed i criteri utilizzati dal locatario per la valutazione della convenienza dell'operazione.

L'offerta è stata esaminata prima di tutto per cogliere la struttura del settore, tramite l'individuazione delle tipologie di locatori operanti nel mercato e dei relativi assetti proprietari. Ove possibile, si è inoltre proceduto ad esaminare le strategie prevalenti perseguite dai locatori e gli assetti istituzionali ed organizzativi più frequenti.

Particolare attenzione è stata poi dedicata all'approfondimento dei processi produttivi, con riferimento tra l'altro ad alcuni elementi cruciali per il successo dell'attività di leasing operativo, quali le modalità distributive, relative sia alla prima locazione del bene sia al ricollocamento, e la valutazione dei rischi dell'operazione. Tutte le componenti di rischio sono state analizzate, avendo riguardo, in relazione alle informazioni disponibili, alle strutture aziendali coinvolte, all'organizzazione del processo di analisi, alle metodologie utilizzate e alle politiche di gestione.

Altri importanti fronti di indagine hanno riguardato il "pricing" dell'operazione di leasing operativo, che risulta più articolato rispetto al caso della locazione finanziaria, a causa della presenza di numerosi fattori determinanti (di natura non solo finanziaria) e di una struttura di prezzo complessa (comprendente il tasso di interesse, ma anche la remunerazione dei servizi accessori e le previsioni sul valore residuo del bene); la



gestione dei servizi accessori, avendo particolare riguardo alla natura ed alle basi economiche del rapporto locatore-prestatore dei servizi; la gestione dei beni.

Come si può facilmente immaginare dalla sommaria descrizione degli ambiti d'indagine, il lavoro ha comportato un lavoro assai oneroso di reperimento, analisi ed elaborazione di dati, materiali ed informazioni disponibili in materia di leasing operativo e di leasing in generale nei diversi mercati prescelti. In particolare, la raccolta delle informazioni è stata realizzata tramite analisi della letteratura e della documentazione esistenti, visita di operatori ed interviste con qualificati esponenti del mercato e delle associazioni di categoria.

I risultati della ricerca presentano un significativo valore ricognitivo e consentono di spostare decisamente in avanti la frontiera della conoscenza sul leasing operativo, con un soddisfacente equilibrio tra rigore scientifico e concretezza operativa, con l'obiettivo di conseguire una visione d'insieme del fenomeno, arricchita da analisi di casi specifici ed esperienze concrete.

Certamente permangono diversi interrogativi e zone d'ombra, in buona parte conseguenti alla obiettiva difficoltà di delimitare il fenomeno da tutti i punti di vista ed alla frequente (in qualche caso drammatica) indisponibilità di dati specifici, che non sembrano peraltro inficiare la validità assoluta dei risultati raggiunti. Questi forniscono numerose conferme alle sensazioni già maturate sul tema e propongono diverse novità di rilievo, che possono risultare di stimolo alla comprensione ed allo sviluppo del leasing operativo anche nel nostro Paese.

In questa sede ci si concentra, in particolare, su alcuni risultati della ricerca, attraverso l'analisi e la discussione di dieci profili del leasing operativo - alcuni già ampiamente noti, altri forse meno - ritenuti particolarmente interessanti per cogliere il significato del fenomeno in esame ed, allo stesso tempo, utili per alimentare il dibattito sul leasing operativo in Italia.

¹ Ricerca realizzata da Alessandro Carretta (Università Tor Vergata di Roma) e da Franco Fiordelisi (Università Tor Vergata di Roma e University of Wales, Bangor) nell'ambito del Centro studi sull'innovazione finanziaria - NEWFIN dell'Università Bocconi di Milano per conto di ASSILEA - Associazione Italiana Leasing. Luisa Anderloni (Università di Genova - Newfin Bocconi) e Giacomo De Laurentis (Università di Parma - SDA Bocconi) hanno partecipato all'impostazione della ricerca ed hanno letto e commentato una versione preliminare del lavoro, che ha visto anche il contributo del dott. Antonio Dattolo e dell'ing. Fabrizio Marafini dell'Associazione Italiana Leasing e di un apposito gruppo di lavoro costituito in seno all'Associazione. Ad essi ed a tutti gli operatori intervistati e/o contattati nel corso dell'indagine va il ringraziamento di Franco Fiordelisi e del sottoscritto.



Tavola 1

La presentazione dei risultati della ricerca per ciascun mercato

SEZIONE I IL PRODOTTO

Delimitazione del leasing operativo

- Il punto di vista degli operatori
- Il profilo legale
- Il profilo contabile
- Il profilo fiscale

Profili dell'operazione di leasing operativo

Struttura dell'operazione

Beni oggetto di leasing operativo

Durata delle operazioni

Obblighi del locatore

Obblighi del locatario

Rapporti con i fornitori

Servizi accessori al bene

Analisi comparata del leasing operativo, finanziario e dei finanziamenti bancari

Rischi dell'operazione

SEZIONE II LA REGOLAMENTAZIONE

Soggetti abilitati ad operare nel leasing

Controlli relativi all'attività di leasing

La disciplina dell'attività di leasing

- Il trattamento contabile
- Il trattamento fiscale



SEZIONE III LA DOMANDA

Caratteristiche dei soggetti utilizzatori del leasing operativo

Caratteristiche distintive del leasing operativo rispetto ad altri contratti di leasing finanziario: punti di forza e di debolezza

Criteri utilizzati dal locatario per la valutazione della convenienza;

Dati quantitativi sul mercato

SEZIONE IV L'OFFERTA

La struttura del mercato

Strategie prevalenti

Assetti organizzativi: modelli istituzionali ed organizzativi

Assetti distributivi

Aspetti produttivi: la valutazione della fattibilità

- Il rischio di credito
- Il rischio di realizzo del valore residuo
- Il rischio sui servizi accessori
- Il rischio fornitore

Aspetti produttivi: il pricing dell'operazione

Aspetti produttivi: la relazione con i fornitori

Aspetti produttivi: i servizi accessori

La gestione fisica dei beni locati

Analisi degli equilibri di gestione



1. Il leasing operativo è una realtà dei mercati di leasing evoluti

Sul piano economico, il leasing operativo rappresenta un'attività dai contorni relativamente ben definiti nella sostanza, anche se formalmente la delimitazione del fenomeno sconta qualche incertezza, dovuta alle difficoltà di coordinamento tra le diverse normative ma anche alla grande flessibilità dello strumento sottostante. Il leasing operativo è parte integrante di una visione "moderna" del leasing, tipica dei mercati evoluti. Lo sviluppo delle operazioni di leasing operativo dà un contributo significativo alla crescita del mercato complessivo del leasing.

Il ruolo del leasing operativo è confermato dall'esame dei mercati esteri indagati, anche se i dati disponibili sul fenomeno sono spesso insufficienti e, in qualche caso, davvero frammentari.

Nel caso degli USA, dove si stima che circa un terzo degli investimenti venga effettuato con il leasing, le operazioni qualificabili, almeno da un punto di vista formale (nella fattispecie quello contabile, nell'ottica del locatore), come leasing operativo costituiscono il 9% circa del mercato complessivo del leasing e dei finanziamenti tradizionali (finalizzati agli investimenti) e sono in crescita. Qualora poi, in termini più generali, si assuma, per delimitare il fenomeno del leasing operativo, il valore residuo del bene alla scadenza, si può osservare come le operazioni di leasing con un valore residuo superiore al 10% siano state pari, in base ai dati disponibili più recenti, addirittura al 60% circa del totale del mercato.

Nel caso del Regno Unito, le operazioni di leasing con un valore residuo giudicato significativo, e cioè di almeno il 10% del costo del bene, rappresentano attualmente nel complesso oltre il 20% dell'intero mercato britannico del leasing (25% delle operazioni di importo più contenuto). In Francia le operazioni di location sans l'option d'achat (con prevalente natura di leasing operativo) sono cresciute del 21% e già da qualche tempo superano, in termini di flusso annuo, il volume di operazioni di crédit bail, cioè di leasing finanziario "tradizionale", il quale continua ad essere ancora superiore in termini di consistenza.

Anche tra gli operatori tedeschi, sebbene i dati disponibili non consentano di distinguere tra le diverse tipologie di leasing, la sensazione unanime è che la quota del leasing operativo sia in crescita, mentre il business del leasing finanziario appare stabile ed, in qualche caso, in



declino.

Altri elementi di rilievo per apprezzare la rilevanza e le peculiarità del leasing operativo possono essere costituiti dalla natura dei soggetti utilizzatori e dei beni oggetto delle operazioni.

Per quanto riguarda il primo elemento, i dati disponibili non consentono di distinguere la clientela tipica delle diverse fattispecie di leasing ma la sensazione diffusa è che non vi siano differenze sostanziali nel ricorso al leasing operativo, che riguarda quindi in linea generale imprese pubbliche e private, di grandi e piccole dimensioni, appartenenti a svariati settori di attività.

Per quanto riguarda il secondo elemento, occorre prima di tutto considerare che, in linea di principio, nel leasing operativo i beni sono soggetti ad un processo preventivo di valutazione da parte del locatore, necessario a comprendere se l'esposizione sul valore residuo possa essere adeguatamente gestita. L'idoneità di un bene a divenire oggetto del leasing operativo dipende in questo senso non solo dalle sue caratteristiche intrinseche, ma anche da quelle del suo mercato secondario. A questo proposito si può osservare come, in diversi mercati, si sia assistito ad un progressivo allargamento della gamma dei beni oggetto di operazioni di leasing operativo, dapprima riservate a tipologie specifiche di beni, caratterizzati da mercati secondari con grande "visibilità" (principalmente veicoli e prodotti informatici) e progressivamente estese anche ad altri ambiti, tanto che l'articolazione dei beni proposti oggi in leasing operativo coincide in pratica con quella del leasing finanziario.



2. Il leasing operativo completa l'offerta di leasing e migliora il trade-off tra gestione e finanziamento del bene

Il leasing operativo tende a posizionarsi in uno spazio competitivo intermedio reso disponibile dalla tradizionale collocazione della locazione e del leasing finanziario "puro", per molti versi assimilabile ai finanziamenti tradizionali. Esso completa la "frontiera efficiente" del leasing, costituita dalle possibili combinazioni delle soluzioni ai problemi di gestione del bene ed a quelli del suo finanziamento.

La frontiera efficiente del leasing ed il contributo alla soluzione dei problemi del locatario



Nel caso americano, le operazioni di leasing operativo si caratterizzano, in particolare, per i seguenti tratti distintivi:

- l'operazione non è full-payout (cioè non consente al locatore il recupero integrale del capitale investito nel corso della "prima" operazione effettuata sul bene) e il valore residuo del bene al termine del contratto è significativo;
- la durata dell'operazione copre un arco temporale anche prolungato (non è cioè necessariamente a breve termine), ma comunque inferiore



re alla vita utile del bene ed in ogni caso, secondo le stime disponibili, ben al di sotto del valore soglia (75%) stabilito per qualificare l'operazione come leasing operativo;

- viene solitamente fornita una serie di servizi accessori al bene.

Gli elementi suddetti si ritrovano anche in altri tra i Paesi esaminati, che, in sostanza condividono con gli Stati Uniti, ai fini della delimitazione del tipo di operazione di leasing (finanziario oppure operativo), il criterio del risk-reward, cioè dell'identificazione del soggetto (rispettivamente locatario o locatore) che assume i rischi ed i benefici derivanti dalla proprietà del bene.

Nel mercato britannico, in particolare, il leasing operativo viene definito sotto il profilo contabile in termini residuali come "un'operazione di leasing diversa dal leasing finanziario" (il quale è definito appunto come un'operazione di leasing in cui tutti i rischi e i benefici derivanti dalla proprietà del bene locato sono trasferito sul locatario) e comprende conseguentemente forme contrattuali eterogenee, la cui redditività per il locatore, si sottolinea, dipende sia dalle condizioni contrattuali che dall'andamento del mercato secondario del bene locato.

Nella realtà tedesca, si mette inoltre in evidenza come, nel caso del leasing operativo, la società di leasing possa, in linea di principio, acquistare il bene di propria iniziativa e per soddisfare una domanda di mercato continua più che una richiesta precisa di un particolare locatario e come l'operazione possa essere interrotta dal locatario in anticipo, con un certo preavviso, e senza che sia previsto nessun meccanismo di indennizzo a favore del locatore.

Più in generale, peraltro, le operazioni di leasing in Germania appaiono essere più vicine al leasing operativo puro (noleggio) di quanto accada negli altri Paesi. Come osservato dagli operatori, molte delle operazioni di leasing finanziario effettuate in paesi europei, (es. il *crédit-bail* francese e la locazione finanziaria italiana) verrebbero assimilate in Germania più ad un'operazione di credito che al leasing finanziario.

In alcuni dei contesti esaminati, infine, il leasing operativo non costituisce solo un prodotto standardizzato, bensì è divenuto anche un vero e proprio strumento di corporate finance, nell'ambito del quale l'operazione viene costruita sulla base delle richieste e delle esigenze (gestionali, ma anche fiscali e di bilancio) del locatario.



3. L'inquadramento giuridico del leasing operativo non è sempre ben definito ma ciò non costituisce un ostacolo alla diffusione dell'operazione

Sul piano giuridico, sia civilistico che fiscale, la delimitazione del leasing operativo appare non sempre chiara ed univoca, in relazione anche alla varietà dei contesti istituzionali ed al fatto che possono mancare norme specifiche di riferimento. Ciò non sembra, peraltro, costituire un ostacolo allo sviluppo dell'attività: in alcuni casi, anzi, la collocazione di un'operazione nel dominio del leasing finanziario piuttosto che in quello del leasing operativo costituisce una variabile endogena, in relazione alla flessibilità consentita dalla normativa, da manovrare sul piano competitivo per ottenere dall'operazione il massimo vantaggio possibile.

Negli Stati Uniti la delimitazione del leasing operativo è agevolata dalla presenza di esplicite definizioni dell'operazione, che pur si accompagnano all'adozione di criteri e terminologie differenti in ambito contabile, fiscale e legale.

In linea di principio, la classificazione delle operazioni si basa, come si è già detto, sull'identificazione del soggetto che assume i rischi ed i benefici derivanti dalla proprietà del bene. Non esiste peraltro necessariamente una coincidenza tra la qualificazione di un'operazione effettuata dal locatore e quella del locatario: la medesima operazione può essere classificata come operating lease dal locatario, ma come capital lease dal locatore.

In estrema sintesi, l'operazione di leasing operativo "tipica" del mercato USA è un'operazione qualificata come operating lease dal punto di vista contabile, tax lease dal punto di vista fiscale e true lease dal punto di vista legale. Questa situazione si verifica quando l'operazione non prevede il trasferimento del bene alla scadenza del contratto; non è prevista un'opzione con un bargain price (cioè con un prezzo inferiore al fair market value, il prezzo di mercato) come prezzo di riscatto; la durata è inferiore al 75% della vita utile, il valore attuale dei canoni è inferiore al 90% del valore di mercato del bene; l'operazione ha "sostanza economica" (secondo l'impostazione fornita dalla giurisprudenza, e cioè non è intrapresa a soli fini di elusione fiscale, rispondendo ad un legittimo obiet-



tivo dell'impresa) e il locatore conserva un elevato "interesse" al valore residuo del bene.

Al fine di delimitare la tipologia del leasing operativo negli Stati Uniti è necessario tuttavia considerare un ulteriore aspetto: le garanzie del locatore dal punto di vista legale. E' possibile cioè distinguere il leasing operativo tradizionale da un "leasing operativo ibrido", a seconda che l'operazione rispetti o meno i criteri previsti per la qualificazione dell'operazione come finance lease.

Nel caso in cui la transazione non sia qualificata sotto il profilo legale come finance lease (rilevante ai fini della definizione delle responsabilità del locatore), l'operazione viene considerata come un leasing operativo tradizionale, in quanto del tutto priva di qualsiasi elemento del leasing finanziario. Si tratta quindi del noleggio (rental), nel quale l'utilizzatore beneficia del bene per il termine prestabilito (in genere molto breve), mentre i benefici ed i rischi del bene (dal punto di vista contabile, fiscale e legale) derivanti dalla sua proprietà sono in capo al locatore. Quest'ultimo, dal canto suo, acquista il bene per destinarlo al noleggio/locazione (in genere, non a fronte di un specifico contratto) e lo mantiene per tutta la sua vita economica, recuperando in questo periodo sia il capitale che tutti i costi finanziari connessi.

Il leasing operativo ibrido, invece, è un'operazione qualificata come operating lease, tax lease e true lease, che contiene comunque alcune caratteristiche del leasing finanziario, quali una durata prolungata (compresa in genere tra i 12 mesi e i 5 anni) e l'assenza di una responsabilità diretta del locatore nei confronti dell'utilizzatore per le garanzie relative al bene. In ogni caso, il locatore assume i rischi e le opportunità derivanti dalla proprietà del bene ed ha pertanto l'onere di ricollocare il bene al termine del contratto per coprire interamente il proprio investimento (mentre nel leasing finanziario l'operazione è sempre full payout).

Anche nel mercato britannico esistono numerose ed eterogenee fattispecie contrattuali. In particolare, nell'ambito dei contratti di leasing vero e proprio (lease), che sono caratterizzati dall'assenza di un'opzione finale (altrimenti si parla di purchase plans), si distingue il leasing operativo (operating lease), in cui l'ammontare complessivo dei canoni non copre l'intero costo del bene ed il locatore è esposto pertanto ai rischi ed alle opportunità derivanti dalla presenza di un valore residuo significativo.

Nel Regno Unito, il bene sembra dunque essere destinato alla resti-



tuzione in tutte le operazioni di leasing, sia finanziario che operativo. In realtà, il locatario ha la concreta possibilità di restituire il bene solo nell'operating lease, mentre nel finance lease torna molto raramente nella disponibilità del locatore, in relazione alla presenza di numerose opzioni a disposizione del locatario (prosecuzione dell'utilizzo ad un canone forfettario molto basso; cessione del bene per conto del locatore), in genere più convenienti rispetto alla restituzione del bene.

In ogni caso, non vi è coincidenza tra l'universo delle operazioni "economicamente" di leasing operativo e quelle identificate come tali in ambito contabile e fiscale. Tale asimmetria è dovuta sia all'esistenza di alcune fattispecie contrattuali (diverse da quelle formalmente di operating lease) che presentano comunque la natura economica del leasing operativo (contract hire, ossia operazioni di locazione di 2-3 anni, con un canone periodico di ammontare fisso, al cui termine il locatario restituisce il bene) sia ai casi di operazioni aventi ad oggetto beni di elevato valore, con un valore residuo di poco inferiore al 10% (che le qualifica quindi come leasing finanziario); tale valore rappresenta obiettivamente un'esposizione elevata per la società di leasing, che pertanto risulta avere un interesse significativo verso il valore residuo del bene, in una logica quindi di "leasing operativo".

In Francia, le operazioni di leasing sono oggetto di leggi specifiche ed i criteri utilizzati per la relativa classificazione nel contesto legale, contabile e fiscale sono coincidenti e ruotano intorno alla presenza o meno di un'opzione di acquisto (in assenza di tale opzione, l'operazione è qualificata come location simple), alle modalità di uso del bene (nel caso in cui il leasing, contenente un'opzione di acquisto, abbia ad oggetto un bene strumentale per l'attività di un imprenditore, l'operazione viene qualificata come credit bail; viceversa, nel caso di uso privato del bene, essa è considerata una location avec option d'achat), al criterio del risk-reward (in ambito contabile, per distinguere tra location simple e location finance-ment).

In sostanza, il leasing operativo assume in Francia la forma della location simple e della location long durée, che ne è una particolare sottospecie, prevalentemente utilizzata per la locazione di veicoli commerciali. In questo caso, il contratto non prevede un'opzione di acquisto alla scadenza (essendo ciò un elemento qualificante dell'operazione di leasing finanziario) e l'operazione non deve essere full-payout (essendo ciò un

elemento qualificante per la location financing).

Non tutte le operazioni di leasing nella forma della location sans l'option d'achat, appartengono peraltro logicamente alla fattispecie del leasing operativo. Nelle operazioni di location-financing l'utilizzatore sceglie il fornitore (oltre che il bene) con il quale negozia direttamente il prezzo. I contratti di questo tipo sono conclusi per una durata predeterminata (spesso prossima alla vita utile del bene) ed i termini della locazione sono indipendenti dall'utilizzazione del bene. La società di leasing non assume infine alcun rischio derivante dalla proprietà del bene, recuperando interamente il proprio investimento nel corso dell'operazione.

In Germania il leasing operativo non dispone di una esplicita definizione dal punto di vista normativo né esiste un diffuso consenso tra gli operatori in merito alla distinzione tra leasing finanziario e leasing operativo. Mentre dal punto di vista civilistico il locatore è sempre considerato come il proprietario legale del bene, sotto il profilo fiscale e contabile l'attenzione è posta sul proprietario economico del bene, ossia sul soggetto che ha il diritto di iscrivere il bene nel bilancio e di ammortizzarlo.

Nel caso del leasing operativo vero e proprio (noleggio), non vi è dubbio che il locatore sia il proprietario legale e sostanziale; nel caso del leasing finanziario, le parti si accordano affinché i termini e le condizioni del contratto di leasing, nonché le condizioni accessorie, siano strutturati in modo tale che la proprietà economica del bene sia attribuita al soggetto prescelto dalle parti. Nel caso delle operazioni non full payout (esplicitamente previste nella normativa fiscale) vi sono infatti dei meccanismi contrattuali che rendono queste operazioni nella sostanza di leasing finanziario, in quanto il locatore assume i benefici relativi alla proprietà del bene e al locatario vengono traslati solo i rischi derivanti dal mancato realizzo del valore residuo.

Si deve inoltre tenere presente che nella realtà tedesca, il leasing è sovente caratterizzato dalla presenza di un'opzione di vendita a favore della società di leasing (invece che di un'opzione di acquisto a favore del locatario). Questa ha cioè la possibilità, al termine del contratto, di vendere il bene all'utilizzatore, che è pertanto obbligato ad acquistarlo al prezzo fissato, oppure no (rientrando quindi in possesso del bene). L'esercizio dell'opzione dipende di fatto dal valore di mercato del bene locato: qualora questo sia superiore al prezzo di vendita implicito nel-



l'opzione, il locatore ha convenienza a non esercitare l'opzione medesima ed a cedere dunque il bene sul mercato secondario. Viceversa, se il valore di mercato è inferiore al prezzo implicito nell'opzione, la società di leasing si avvarrà di quest'ultima. Questa struttura garantisce nella sostanza al locatore l'effettuazione di un'operazione sempre full payout, conferendogli al contempo la possibilità di beneficiare di eventuali plusvalenze (stimate, in media, pari al 2-3% del costo d'acquisto del bene). Le operazioni di leasing operativo non prevedono invece alcuna opzione di vendita a favore della società di leasing, che al termine del contratto rientrerà in possesso del bene, accollandosi i rischi e le opportunità di ricollocamento.

I criteri per l'attribuzione della proprietà economica precedentemente esaminati riguardano pertanto operazioni che hanno sempre la sostanza di operazioni di leasing finanziario. Tra le definizioni di leasing operativo fornite dagli operatori tedeschi appare pertanto condivisibile quella per cui le "vere operazioni di leasing operativo" sono quelle che non rientrano nell'ambito della disciplina fiscale e civilistica, nelle quali il locatore si assume non solo i benefici derivanti dalla proprietà del bene, ma anche i rischi. In concreto, si tratta di operazioni non full payout, prive dei meccanismi previsti dalla normativa fiscale e di operazioni di leasing "revocabile", prive di meccanismi di indennizzo a favore del locatore.

4. La gestione del valore residuo del bene è l'aspetto qualificante del leasing operativo

Sul piano concreto, specie in assenza di particolari differenziali normativi tra le diverse tipologie di operazioni, la specificità del leasing operativo rispetto al leasing finanziario riguarda essenzialmente il profilo della gestione del valore residuo del bene da parte del locatore. Questi, infatti, mantiene un interesse significativo nei confronti del bene al termine dell'operazione, in relazione anche al profilo di recupero del capitale investito ed alle diverse possibili opzioni di destinazione del bene.

Un'accorta gestione del valore residuo del bene si basa, da una parte, sull'esistenza di asimmetrie informative sul valore dei beni nel tempo favorevoli al locatore, che dunque deve disporre di competenze specifiche in tal senso, e, dall'altra parte, su forti relazioni con i fornitori, che certamente costituiscono, al di là delle specifiche modalità di coinvolgimento prescelte nei vari mercati considerati, un elemento chiave dell'offerta di leasing operativo.

A tale proposito si può osservare come, nei diversi contesti indagati, l'attuazione di un'operazione di leasing operativo, si articola concettualmente, dal punto di vista del locatore, in due distinte fasi.

La prima fase è rappresentata da un contratto di locazione avente una durata inferiore alla vita utile del bene: l'utilizzatore si impegna contrattualmente a corrispondere canoni periodici, il cui ammontare, tuttavia, non consente al locatore di recuperare completamente il proprio investimento.

La seconda fase riguarda il ricollocamento del bene: il locatore dispone di diverse opzioni per recuperare la parte residua del proprio investimento, quali la vendita o la rilocalizzazione al locatario; la vendita o la rilocalizzazione ad un altro soggetto, la vendita al produttore; gli accordi di remarketing.

La fattibilità di un'operazione di leasing operativo dipende quindi dalla possibilità per il locatore di gestire convenientemente la seconda fase dell'operazione, che dipende a sua volta dalla concreta percorribilità delle diverse opzioni. In sostanza tutto ruota intorno alle caratteristiche dei beni, dei relativi prezzi e dei relativi mercati secondari.



In linea generale, la prima fase dell'operazione di leasing operativo si sviluppa in modo analogo al caso del leasing finanziario, specie per quanto riguarda le modalità distributive. La scelta del canale appare cioè essere determinata principalmente dalla natura del locatore e dall'ammontare della transazione.

Per quanto riguarda la seconda fase dell'operazione e cioè il ricollocamento del bene, il locatore può procedere direttamente, avvalendosi del proprio sale team, oppure indirettamente tramite il ricorso a soggetti esterni, quali brokers, remarketer, dealers. Sebbene ancora non diffuse, vi sono ampie possibilità per il ricollocamento elettronico dei beni: lo sviluppo di "vetrine elettroniche" su Internet per pubblicizzare i beni da ricollocare è un'opzione attualmente allo studio delle società di leasing statunitensi.

A differenza dei contratti di leasing finanziario, nel leasing operativo il locatore deve "aspettarsi" in linea di principio la restituzione del bene locato al termine della prima locazione. Sebbene i locatori specializzati, specie quelli statunitensi, siano "attrezzati" per gestire il rischio legato al valore residuo del bene, essi hanno una propensione molto bassa a riprendere indietro i beni locati.

L'attività di ricollocamento del bene locato inizia comunque sempre prima del termine del contratto originario ed il locatore dispone di numerose opzioni: l'effettiva restituzione del bene è quindi un caso residuale, piuttosto raro e talvolta scoraggiato da clausole contrattuali (obbligo di revisione del bene prima della restituzione; restituzione del bene nella esatta configurazione originaria, ecc.) volte ad aumentare la probabilità che l'utilizzatore rinnovi il contratto o acquisti il bene.

Al riguardo, l'unico dato disponibile è una stima del numero medio di locatari per contratto, riferito al mercato statunitense, che presenta valori da un minimo di 1-2 soggetti (informatica e autovetture) ad un massimo di 6-8 (aerei e navi).

L'attenzione ai valori residui ed al bene, più in generale, può comportare certamente un significativo impiego di risorse umane. Al riguardo i soli dati disponibili sono, ancora una volta, quelli del contesto statunitense, ove la percentuale del personale addetto alle funzioni di gestione dei beni arriva, in alcune tipologie di locatori (le società di leasing indipendenti) ad oltre il 15% del totale degli addetti.

Anche nel contesto americano, peraltro, l'asset department valuta di



regola il rischio bene solo ex-ante ed il valore di mercato dei beni locati non è nella generalità dei casi oggetto di monitoraggio durante il contratto. Una valutazione successiva alla stipulazione del contratto è però prevista sempre per le operazioni di ammontare molto elevato. Le previsioni effettuate ex-ante sono quindi ritenute affidabili ed affinate via via con l'esperienza maturata sulle operazioni in essere. I tempi operativi per valutazione del rischio bene non differiscono sostanzialmente da quelli riportati per l'analisi del rischio di credito.

Per quanto riguarda la relazione con i fornitori, questa è sicuramente molto più stretta, in linea di principio, nel leasing operativo di quanto non accada nel leasing finanziario; essa "attraversa" l'intero processo produttivo dell'operazione, dall'avvio del rapporto con il locatario, alla prestazione dei servizi connessi al bene, fino alla fase di ricollocamento di quest'ultimo, al termine della prima locazione.

Come è logico attendersi essa dipende dalla natura del locatore: nelle società di emanazione bancaria ed in quelle indipendenti, la relazione può essere contrattuale "pura" oppure di partnership più o meno consolidata e formalizzata (con un numero di fornitori anche assai elevato), mentre nelle società captive ha natura proprietaria.



5. Si ridimensiona il mito dei servizi accessori caratterizzanti il leasing operativo

La prestazione di servizi accessori di varia natura, anche molto specifici e spesso personalizzati sulla base delle esigenze del locatario, è presente con grande frequenza e per certi versi può essere ritenuta una componente tipica dell'operazione, ma la sensazione maturata è che essa non costituisca una dimensione critica dell'attività, in relazione anche alle politiche di outsourcing messe in atto dai locatori ed alla frequente rinuncia da parte di questi ultimi alla assunzione di "rischi di posizione" in tale ambito. In questo senso, i servizi accessori offerti al locatario rappresentano sovente più un'opportunità di lavoro ulteriore per il fornitore, resa disponibile dal locatore attraverso il leasing operativo, che non per il locatore stesso.

L'espressione "servizi accessori" comprende tutti i servizi necessari per un utilizzo efficiente del bene, in quanto volti a salvaguardarne il funzionamento e il mantenimento del relativo valore nel tempo. Il tipo di servizio è chiaramente funzione del tipo di bene locato e non appare possibile effettuare una elencazione completa di tutti quelli presenti nella pratica dei diversi Paesi analizzati, che in alcuni casi peraltro prevede la prestazione dei servizi anche nella fattispecie del leasing finanziario.

Il servizio accessorio "tradizionale" è rappresentato dalla manutenzione ordinaria del bene, sebbene non sia possibile generalizzare (nella locazione operativa degli aeromobili, ad esempio, la manutenzione del bene è di norma effettuata dal locatario). Un altro servizio frequentemente presente nelle operazioni di leasing operativo è "l'assistenza" in caso di guasto, cattivo funzionamento, incidente e così via. I contratti specificano con grande attenzione la portata dell'assistenza fornita al locatario (che può andare dalla riparazione fino alla sostituzione del bene) ed il soggetto (locatore o utilizzatore) avente il diritto di decidere se riparare o sostituire il bene.

L'erogazione dei servizi accessori è di norma esternalizzata: questi non sono cioè prestati direttamente dal locatore, il quale invece ricorre ad imprese esterne e, in particolare, al produttore del bene. Nel caso in cui il locatore sia una banca, la scelta di ricorrere a soggetti esterni può



derivare da vincoli normativi (net lease), mentre per gli altri locatori si tratta di una scelta gestionale. Anche nel caso di società captive, i servizi di assistenza vengono in genere prestati dal gruppo industriale di riferimento e non direttamente dal locatore.

Il soggetto esterno che presta il servizio dipende dalla natura del servizio stesso. Nel caso dei servizi di manutenzione ed assistenza, è di norma il produttore del bene o un suo rivenditore: tale soluzione incontra la preferenza sia del locatario che del locatore. L'utilizzatore è infatti interessato al perfetto funzionamento del bene e il produttore rappresenta il soggetto maggiormente idoneo a garantire tale condizione. Il locatore ha un interesse affinché il bene mantenga un elevato valore di mercato: la presenza di un programma di assistenza e manutenzione effettuato direttamente dal produttore rappresenta una "evidente" garanzia (in quanto "testimoniabile" ai futuri locatari o acquirenti) che il bene sia al termine del contratto di leasing perfettamente funzionante.

La relazione tra locatore e prestatore del servizio è nella maggior parte dei casi di natura contrattuale. Come evidenziato dagli operatori, gli accordi di partnership sono possibili, ma sovente difficili da realizzare alla luce delle dimensioni elevate (anche dal punto di vista geografico) dei mercati di riferimento.

Per quanto attiene gli aspetti contrattuali, il rapporto tra locatore e prestatore del servizio, solitamente diverso dal locatore, può assumere varie forme con previsione di svariate prestazioni e modalità di pagamento prefissate o contingenti.

Indipendentemente dalla forma concretamente adottata, il contratto tra prestatore e locatore contiene spesso una clausola di cross-default in base alla quale la sua esecuzione è subordinata alla normale esecuzione del contratto esistente tra locatore e locatario. In altri termini, nel caso in cui l'utilizzatore si renda inadempiente (di norma perché non corrisponde puntualmente i canoni periodici), viene meno l'obbligo del locatore di corrispondere i pagamenti periodici al prestatore del servizio e, conseguentemente, l'obbligo del prestatore di erogare i servizi al locatario.

Si osservi che, in molti casi, la società di leasing non è soggetta ad un obbligo stringente di trasparenza in sede di fatturazione dei canoni: nella prassi, il locatore evidenzia un ammontare unico, senza specificare l'ammontare del canone "puro" e delle componenti relative ai diversi servizi



accessori. Alcune società di leasing preferiscono invece distinguere in sede di fatturazione il canone nelle sue diverse componenti: una maggiore trasparenza permette al locatario di comprendere esattamente la parte che va al prestatore dei servizi, evitando "erroneamente" di considerare il leasing operativo più costoso di altre forme di asset finance.



6. Il rischio bene è dominato dai locatori in modo adeguato; esso tende, almeno in parte, a sostituirsi e non semplicemente ad aggiungersi al rischio cliente

La gestione dei valori residui evoca la dimensione del "rischio bene": nei casi esaminati le soluzioni utilizzate dai protagonisti del mercato del leasing operativo per il governo di tale profilo di rischio sono varie e sostanzialmente note anche nel mercato italiano. Certamente lo svolgimento di un'attività di leasing operativo richiede un approccio adeguato al governo dei rischi connessi al bene, attraverso l'utilizzo di metodologie quantitative rigorose e di soluzioni organizzative moderne, che peraltro dovrà riguardare in prospettiva anche il fronte del rischio cliente, alla luce dei più recenti orientamenti di vigilanza internazionale.

La sensazione è comunque che attualmente il problema del rischio bene sia ben dominato dai locatori dei paesi esaminati coinvolti nel leasing operativo, senza effetti deteriori sugli equilibri di gestione. Anzi, tende a delinarsi una relazione tra rischio bene e rischio cliente non additiva ma semmai di parziale sostituibilità, dato che il governo del primo comporta che il locatore maturi competenze sul bene utili anche ad una valutazione della fattibilità globale dell'operazione di leasing e conservi un controllo sul bene (modalità d'uso, manutenzioni obbligatorie, ecc.) che ne preserva il valore, atto a delimitare il rischio di perdita, eventualmente conseguente all'insolvenza del locatario, a tutto vantaggio in ultima analisi del governo del rischio cliente.

Più in particolare, l'indagine svolta nei mercati esteri del leasing operativo pone in evidenza prima di tutto come l'analisi del rischio di credito segua tutto sommato le stesse logiche del leasing finanziario e sia quindi adeguatamente "tarata" in relazione alle caratteristiche dei contratti (importo e durata prima di tutto) e del soggetto locatario (impresa o professionista) ed alle condizioni competitive dello specifico mercato di riferimento.

Nel caso degli Stati Uniti, ad esempio, la velocità dell'istruttoria da parte del locatore è stata segnalata come uno degli aspetti fondamentali nella conclusione dei contratti nel leasing operativo, come è logico attendersi, in particolare nel settore degli small ticket. Il primo locatore ad



accettare la domanda è spesso quello che effettivamente conclude l'operazione. I tassi di accettazione delle richieste (mediamente intorno al 70-75% delle domande pervenute) devono essere valutati alla luce del fatto che solo la metà delle domande accettate dalla società di leasing viene, secondo alcune stime, effettivamente conclusa: la ragione di questa drastica riduzione è proprio nella velocità di analisi delle domande da parte dei concorrenti. In ogni caso il rischio di credito sembra avere avuto nel tempo un'incidenza decrescente nel mercato USA: i dati più recenti segnalano un livello medio di accantonamenti per svalutazione crediti pari allo 0,5% del totale delle attività complessive.

Per quanto riguarda poi il rischio di realizzo del valore residuo (rischio bene), tipico del leasing operativo, il locatore, in modo diverso a seconda delle realtà contrattuali dei diversi Paesi, è esposto alla possibilità che, tipicamente alla scadenza del contratto, egli non sia in grado di ricollocare il bene (rilocandolo o vendendolo) proficuamente e sia pertanto costretto a sopportare delle perdite, determinate dal mancato realizzo del valore residuo del bene.

L'esposizione a di questo rischio dipende quindi prima di tutto dalla capacità del locatore di determinare correttamente il valore futuro del bene, che è un dato stimato ed incerto, che dovrebbe essere inserito nel pricing dell'operazione e, più in generale, nella funzione di profitto del locatore.

Sempre nel caso degli USA, tutte le società di leasing dichiarano di considerare esplicitamente le implicazioni economiche "previste" sul valore residuo del bene come una parte importante della redditività attesa dell'operazione di leasing operativo.

La capacità dei locatori americani di gestire il valore residuo nelle operazioni di leasing operativo può essere valutata guardando al risultato economico ottenuto in sede di ricollocamento del bene. Sulla base dei più recenti dati disponibili, le società di leasing hanno beneficiato mediamente di un "margine relativo al valore residuo", pari al 3,5% del totale dei ricavi lordi. La maggiore incidenza di queste plusvalenze sui valori residui si registra per le transazioni di ammontare più contenuto (10% del totale dei ricavi) e nel caso delle società di leasing indipendenti (5,6% contro l'1,6% dei locatori di matrice bancaria). In ogni caso, le società statunitensi non sembrano registrare nel complesso delle minusvalenze per i valori residui assunti e ciò indipendentemente dall'am-

montare medio della transazione e dal tipo di locatore.

In diversi casi, sono stati sviluppati modelli formalizzati, più o meno rigorosi, per l'attribuzione alle operazioni di leasing operativo di un rating connesso al rischio bene, in relazione alle stime sui valori residui futuri, sintetizzate da procedimenti di scoring dei numerosi fattori che le determinano.

Nel caso britannico, i rischi del leasing operativo non sono considerati necessariamente maggiori di quelli del leasing finanziario, bensì diversi. Gli operatori (in modo particolare quelli specializzati nel leasing operativo) rilevano come la capacità del locatore di stimare i prezzi futuri dei beni, la possibilità di applicare dei margini adeguati e le numerose opzioni percorribili per il ricollocamento del bene alla scadenza dell'operazione possono rendere il profilo di rischio inferiore a quello del leasing finanziario. Nel caso di operazioni con stime conservative e con beni aventi un mercato secondario poco volatile, il locatore può "teoricamente" assumersi un rischio di credito superiore in quanto ha la concreta possibilità di ricollocare con profitto il bene in caso di inadempimento del locatario.

Una traccia della conferma di tale impostazione si ritrova nuovamente nei dati relativi alla ripartizione degli addetti dei locatori statunitensi nelle diverse funzioni aziendali: la valutazione del rischio cliente impegna infatti quasi l'8% del personale dei locatori bancari, contro meno del 3,5% delle società captive ed il 5% delle società indipendenti, entrambe, per motivi diversi, maggiormente "impegnate" nella valutazione del rischio bene.

Più in generale è evidente che la possibilità di applicare valori residui nel contratto inferiori al valore di mercato stimato (i cosiddetti valori residui conservativi) rappresenta un'importante argine per fronteggiare la volatilità del prezzo di mercato del bene e conferisce al contempo la facoltà di realizzare significativi profitti in sede di ricollocamento.

Il concetto di valori residui conservativi deve essere analizzato in sede di pricing con riferimento a due fattori:

- la volatilità dei prezzi di mercato del bene. L'applicabilità di margini conservativi permette al locatore di assumersi un rischio relativo inferiore per quei beni caratterizzati da una elevata volatilità dei prezzi di mercato; nel caso di beni con mercati secondari stabili e prezzi poco volatili, il margine conservativo si tramuta per il locatore in una forma di pro-



fitto. A questo proposito sono evidentemente rilevanti eventuali asimmetrie informative tra il locatore ed il locatario, che si traducono in stime diverse sui prezzi dei beni;

- il livello di competizione sul mercato. L'applicabilità di margini conservativi è funzione del livello di competizione sul mercato: in segmenti di mercato estremamente competitivi il valore residuo del bene inserito nel contratto non può discostarsi dal valore di mercato stimato. Viceversa in mercati meno competitivi, meno visibili o con utilizzatori meno avveduti, il locatore può praticare margini significativi.

La presenza di un valore residuo significativo nel contratto di leasing non significa peraltro necessariamente che la società di leasing debba assumersi i relativi rischi. Il locatore ha infatti la possibilità di stipulare accordi con soggetti a lui non collegati, volti a cedere il valore residuo previsto nelle operazioni di leasing operativo.

Ancora una volta il caso USA e' il più ricco di esempi e comprende una vasta serie di accordi e garanzie di varia natura, relativi sia al fornitore sia ad altri soggetti in vario modo coinvolti nel mercato secondario dei beni.

In alcuni casi, come accade ad esempio nella realtà britannica, le società specializzate nel leasing operativo non ricorrono ad alcuno di questi contratti di copertura del rischio bene in quanto il loro core business consiste proprio nella gestione del rischio bene. Diversamente, i locatori non specializzati nell'operativo ricorrono a tali accordi in relazione alle competenze sul bene ed alle caratteristiche del mercato secondario. Allo stato attuale, circa i 2/3 delle operazioni di leasing operativo vengono effettuati nel Regno Unito senza garanzia, mentre la restante parte è garantita dal produttore o da società specializzate nella gestione dei valori residui.

Deve essere osservato che, analogamente agli Stati Uniti, la presenza di questi accordi non modifica la qualificazione dell'operazione di leasing dal punto di vista del locatario: il leasing operativo è un'operazione in cui il rischio sul valore residuo viene assunto da un soggetto diverso dal locatario, non importa se questi sia il locatore o una terza parte. Dal punto di vista della società di leasing, invece, la qualificazione dell'operazione come leasing operativo (necessaria per beneficiare del trattamento contabile e fiscale previsto) può essere influenzata dalla presenza di tali accordi: nel caso in cui il locatore non assuma i rischi ed i benefici

derivanti dalla proprietà del bene (perché trasferiti su un terzo soggetto), egli potrà trovarsi a trattare l'operazione come un leasing finanziario.

La presenza degli accordi con terze parti e con il fornitore in particolare mette in evidenza un altro rischio tipico del leasing operativo e cioè il rischio fornitore. Questo deriva dalla possibilità che eventi sfavorevoli nella sfera gestionale del produttore determinino risultati economici inattesi per il locatore. Questo può accadere perché il produttore ha assunto degli impegni diretti con il locatore (ad esempio per il riacquisto del bene) o perché viene a modificarsi lo scenario previsto dal locatore per il ricollocamento in sede di stipulazione del contratto. Il caso tipico è l'espulsione dal mercato o il fallimento del produttore del bene locato: in questo scenario, al termine del contratto di leasing, il ricollocamento del bene potrà divenire più difficoltoso, in relazione a un valore di mercato più basso di quello previsto. Ciò comporta una valutazione dello standing creditizio e, più in generale, della validità del fornitore.

Le modalità di fronteggiamento di tale rischio appaiono legate anche alla diversificazione del portafoglio di beni oggetto di leasing operativo, che riduce la dipendenza del locatore dalla situazione del produttore. Questa situazione deve essere tuttavia inserita nella visione complessiva dei rischi del leasing operativo: relazioni stabili con i fornitori presentano un'esposizione al "rischio fornitore" superiore, ma al contempo determinano profili di "rischio bene" decrescenti.

Infine, la presenza della prestazione di servizi connessi al bene può comportare il sorgere del cosiddetto rischio sui servizi accessori. Si tratta del rischio generato dalla eventuale asimmetria contrattuale nella relazione locatore-prestatore del servizio e utilizzatore-locatore, che in linea di principio può comportare l'eventualità che i ricavi di tale attività non consentano a consuntivo la copertura dei costi sostenuti. Questa situazione si verifica quando vi è il pagamento di un canone periodico da parte del locatario comprensivo dei servizi accessori e la società di leasing ha invece un accordo con il prestatore di tali servizi accessori di tipo *time & material*. Tale struttura implica dei rischi per il locatore, legati alle difficoltà di prevedere le concrete modalità (ad esempio numerosità e qualità degli interventi) di svolgimento e la conseguente effettiva onerosità di tali servizi.

In ogni caso, l'esposizione a tale rischio dipende dalle scelte effettuate dal locatore e quindi dalla sua formula imprenditoriale caratteristica.



Nei mercati esaminati, i locatori di matrice bancaria sono raramente esposti a tale rischio (fa eccezione la Germania, dove tale pratica è diffusa ed estesa, come si è già detto, anche al comparto del leasing finanziario), in quanto i contratti stipulati con l'utilizzatore e il prestatore sono di norma simmetrici: la società di leasing non è quindi esposta a tale rischio e rinuncia nel contempo ad eventuali margini di profitto. Diversa è invece la situazione delle società captive che, sfruttando le competenze sul bene e il fatto che i servizi accessori sono di norma prestati dal produttore, sono più propense a realizzare strutture contrattuali asimmetriche e ad esporsi al rischio in esame.

7. E' necessaria un'intensa azione di educazione della clientela sulle caratteristiche del leasing operativo

La diffusione del leasing operativo richiede sicuramente una parallela educazione della clientela, che deve essere messa in grado, pena l'insuccesso dell'offerta, di valutare la convenienza di uno strumento che non presenta solamente vantaggi finanziari e fiscali ma anche opportunità connesse alla condivisione con il locatore delle problematiche di gestione del bene.

In altre parole, il leasing operativo può presentarsi, a parità di altre condizioni, più costoso rispetto al leasing finanziario, ma dotato dei benefici concreti connessi alla gestione del valore residuo da parte del locatore, che occorre identificare e presentare alla clientela. Certamente un'efficace offerta di leasing operativo comporta un consistente sforzo di comunicazione al mercato, rivolto a spiegare le caratteristiche ed i vantaggi dello strumento.

Nei diversi mercati considerati le ragioni della convenienza del leasing operativo sono riconducibili in linea di principio a fattori economici, fiscali e contabili, ma dipendono evidentemente dagli specifici contesti di riferimento.

Sul piano economico, possono essere individuate in termini generali tre motivazioni principali: la funzione d'uso, la comodità per l'utilizzatore ed il minor costo (apparente).

Dal primo punto di vista, il leasing operativo è un'operazione con funzioni d'uso profondamente diverse da quelle del leasing finanziario e dell'acquisto accompagnato da finanziamenti tradizionali. L'interesse del locatario verso questa operazione è rappresentato principalmente dalla possibilità di usare il bene per un periodo di tempo prolungato (superiore al breve termine, ma inferiore alla vita utile del bene), senza dover sopportare il rischio di obsolescenza del bene (come nel leasing finanziario o nell'acquisto).

Una seconda motivazione economica per l'utilizzatore deriva dalla "comodità" offerta dal leasing operativo: a fronte di un unico pagamento periodico, l'utilizzatore acquisisce sia il bene che tutti i servizi accessori utili a garantirne il perfetto funzionamento. Nelle operazioni di leasing



finanziario e di acquisto diretto del bene, tale coincidenza non è sempre ravvisabile.

Il leasing operativo ha infine un costo apparente inferiore rispetto al leasing finanziario e all'acquisto diretto. L'utilizzatore si impegna a pagare solo una parte del bene acquistato, mentre negli altri contratti si accolla l'intero costo. Egli può avere così l'impressione di sostenere un impegno inferiore. Da un altro punto di vista, peraltro, l'inclusione nel canone della parte relativa ai servizi accessori al bene determina un maggiore esborso, che potrebbe indurre l'utilizzatore a considerare elevato il costo del leasing operativo. Nella prassi, i locatari più avveduti si rendono evidentemente conto che, da un lato, la minor durata dell'operazione non rende il costo effettivo inferiore e, dall'altro, la presenza di servizi accessori aumenta l'esborso finanziario, ma non il costo effettivo dell'operazione.

Sul piano contabile, il leasing operativo prevede un trattamento di favore per il locatario nella misura in cui esso rappresenta una forma di finanziamento off-balance sheet, contrariamente a quanto può avvenire, in alcuni dei contesti esaminati, per il leasing finanziario.

Sul piano fiscale, ogni generalizzazione è resa difficile dalle diverse normative esaminate. In linea di massima, peraltro, in particolare nei paesi anglosassoni, le operazioni di leasing operativo godono di un beneficio in quanto consentono al locatario di sfruttare i vantaggi fiscali, originariamente attribuiti al locatore in quanto proprietario sostanziale del bene, attraverso l'applicazione di tassi leasing inferiori.

Il mercato statunitense appare molto competitivo e con clienti estremamente sofisticati, capaci addirittura di valutare la redditività del locatore comprensiva dei benefici fiscali. L'utilizzatore riesce pertanto a farsi trasferire i benefici fiscali del proprietario del bene. In altri termini, nel caso di acquisto del bene o di un contratto di capital lease, l'utilizzatore otterrebbe benefici fiscali simili, ma dovrebbe assumersi il rischio di obsolescenza e iscrivere in bilancio il bene.

Anche nel Regno Unito, in effetti, in relazione ad alcune recenti modifiche nella normativa fiscale, le operazioni di leasing operativo e finanziario sono attualmente regolate da un diverso regime dal punto di vista sia del locatore che del locatario. In particolare, la normativa vigente favorisce il leasing operativo (almeno) negli ambiti della deducibilità fiscale delle quote di ammortamento e delle operazioni di "sales & leaseback" (che sono sottratte ad alcune limitazioni proprie del leasing finanziario).

Per quanto riguarda poi l'apprezzamento della convenienza del leasing operativo da parte della clientela, i criteri utilizzati variano in relazione all'ammontare della transazione ed al livello di cultura finanziaria del locatario.

In linea di massima, nel segmento small ticket, l'utilizzatore decide di stipulare un contratto di leasing operativo (piuttosto che di ricorrere ad altre forme di equipment finance) per i motivi economici, fiscali e contabili precedentemente analizzati, e raramente conduce delle analisi comparative con forme di finanziamento concorrenti, limitandosi (nel caso di clienti più avveduti) ad un semplice confronto tra le condizioni offerte dai vari locatori. In altri termini, l'utilizzatore è più interessato, ai fini della valutazione di convenienza, ai benefici derivanti dal leasing operativo (disponibilità di servizi accessori, possibilità di restituzione, ecc.) che non al costo dell'operazione. All'altro estremo, vi sono le operazioni large ticket, nelle quali il cliente valuta esplicitamente il costo dell'operazione.

La difficoltà di confrontare il costo del leasing operativo con altre forme concorrenti di finanziamento deriva dalla presenza di elementi "non finanziari" del leasing operativo: come quantificare i benefici del trattamento off-balance sheet del leasing operativo? in quale misura la possibilità di non assumere il rischio obsolescenza per beni ad alta tecnologia permette di sopportare un tasso di interesse più elevato rispetto al leasing finanziario o ad un finanziamento bancario?

Più in generale, ai fini della valutazione comparata della convenienza, gli elementi di differenziazione del leasing operativo sono almeno i seguenti:

- i canoni di leasing comprendono elementi relativi ai servizi accessori, che non sono presenti negli altri contratti. La diretta comparazione tra il costo del leasing operativo e quello finanziario non è pertanto corretta, fin tanto che il locatario: a) non inserisca delle "stime" circa i costi (comprehensive dell'effetto fiscale) di tali servizi accessori nel costo del leasing finanziario o dei prestiti; oppure b) elimini la parte del canone relativa ai servizi nel calcolo del costo finanziario del leasing operativo;
- il valore residuo del bene alla scadenza della locazione è probabilmente rilevante nel pricing dell'operazione e la sua mancata considerazione nella valutazione del leasing operativo può rendere del tutto non comparabile la misura di costo raggiunta. I rischi relativi alla volatilità del prezzo di mercato sono assunti dal locatore, mentre il locata-



rio gode di una "certezza" del costo durante l'operazione. Tale elemento è particolarmente importante nella locazione di beni soggetti ad elevata obsolescenza. L'assenza di tale rischio nel leasing operativo si riflette nel pricing praticato dalla società di leasing. Per tale motivo, il locatario non può semplicemente comparare gli indicatori di costo (IRR e/o NPV) per il leasing operativo con quelli di altre operazioni, ma deve inserire il rischio bene nella valutazione attraverso: a) una serie di valori residui stimati ottenendo così una serie di misure di costo, b) un tasso di attualizzazione corretto per il fattore rischio nel calcolo delle misure di costo;

- il leasing operativo concede "flessibilità" al locatario in termini di sostituibilità del bene. Esso spesso prevede clausole per l'up-grading del bene, per il rinnovo del contratto, per l'estinzione anticipata etc. Come nei casi precedenti, il locatore inserisce tale beneficio di "flessibilità" nel pricing dell'operazione.

La valutazione della convenienza tra leasing operativo e altre forme concorrenti di finanziamento (essenzialmente il leasing finanziario ed i prestiti bancari) non può pertanto essere effettuata attraverso la semplice e diretta comparazione di misure di costo al netto dell'effetto tasse. Come si è visto, il locatario deve infatti apportare una serie di correttivi nella valutazione del costo delle operazioni al fine di renderli "comparabili". Si tratta di un'operazione teoricamente praticabile, ma in pratica costosa e complessa.

Nella realtà statunitense, i criteri di valutazione maggiormente diffusi si basano sulla consueta analisi dei flussi di cassa dopo le imposte, tenuto conto, ove possibile, di tutti gli eventi quantificabili connessi alla fattispecie prescelta: la decisione finale tiene conto di tale valutazione "oggettiva" e delle contingenze gestionali del locatario (in un certo momento, possono essere preferite scelte più flessibili, quali il leasing operativo, sebbene più costose, mentre in altri viene comunque preferita la via più economica, malgrado sia più rigida).

Nel Regno Unito, spesso il locatario procede ad una misurazione più "semplice", basata sul calcolo del IRR nel leasing operativo e negli altri contratti concorrenti, ed alla conseguente determinazione di un "premium". Il locatario può quindi valutare quando sia vantaggioso pagare tale premio per godere di tutti i benefici legati al leasing operativo (eliminare il rischio bene, godere di flessibilità e così via).

8. L'attività di leasing operativo richiede un sistema dell'offerta ben articolato e caratterizzato dalla presenza di numerosi attori-chiave; le banche e gli intermediari finanziari sono comunque tra i protagonisti del mercato

Il successo del leasing operativo richiede certamente alcune condizioni favorevoli di contesto. In primo luogo occorre tenere presente che l'attività in questione si basa sull'esistenza di un vero e proprio "sistema" di offerta: ai tradizionali operatori, tipici di un'operazione di leasing finanziario, e cioè il locatore, il locatario, il fornitore, si affiancano altri soggetti, con compiti apparentemente di contorno, ma in realtà fondamentali per il funzionamento dell'attività: si pensi alla manutenzione e più in generale alla prestazione dei servizi accessori, al recupero ed all'immagazzinaggio dei beni, alla rilevazione e diffusione delle quotazioni dei beni usati, al collocamento del bene al termine della prima locazione.

La presenza di tali soggetti, sicuramente specialisti nei rispettivi ambiti di azione, rende possibile lo svolgimento dell'attività di leasing operativo a locatori non specializzati, frequentemente rappresentati da banche e intermediari finanziari, già impegnati nel leasing finanziario. Si conferma in ogni caso l'assoluta preferenza delle banche verso modelli istituzionali di offerta di tipo specializzato (costituzione di società di leasing), anche laddove e' possibile in linea di principio, e frequente per altri servizi, un'offerta "universale" da parte della banca.

In sostanza l'attività di leasing operativo non sembra costituire una scelta univoca di campo per i locatori, salvo il caso di alcuni operatori di nicchia super specializzati, bensì uno dei possibili vettori di una politica di diversificazione, ben correlata rispetto alle attività già in essere, tra le quali principalmente il leasing finanziario, e resa possibile dalla condivisione di una parte significativa delle risorse e competenze disponibili.

In particolare, l'indagine svolta permette di rilevare che, con differenze da caso a caso in relazione alle caratteristiche di base dei relativi sistemi finanziari, l'offerta di leasing operativo è costituita da:

- società captive, controllate da imprese industriali o commerciali, che concentrano la propria operatività sui beni prodotti e/o commercializzati dall'impresa controllante;



- società indipendenti, non controllate da imprese industriali e commerciali, né appartenenti a gruppi bancari e finanziari. In linea massima, questi operatori acquistano i beni da diversi produttori e successivamente li locano. Sono spesso denominate third-party lessor, proprio in virtù della loro indipendenza dal produttore del bene e dal locatario. E' comunque possibile, ed in alcuni contesti di mercato frequente, che queste società di leasing abbiano accordi contrattuali con i produttori di beni, volti a favorire le vendite di quest'ultimi;
- società frutto di iniziative di partnership tra fornitori e locatori, per lo più di matrice bancaria;
- società di matrice bancaria, controllate o collegate a gruppi finanziari e bancari;
- banche.

Figure molto importanti, specie nei mercati più evoluti, sono inoltre i brokers, (talvolta essi stessi società di leasing) ed i packagers, ovvero soggetti che, alle funzioni di brokering, aggiungono un'azione specifica volta a "confezionare" l'operazione secondo la migliore configurazione possibile: il packager infatti può arrivare a: ricercare un locatario interessato ad un certo bene; stringere un accordo con il produttore del bene; ricercare fonti adeguate per il finanziamento dell'operazione da parte del locatore; individuare il locatore interessato a concludere l'operazione.

I dati disponibili non permettono di cogliere l'intensità del coinvolgimento specifico nel leasing operativo di questi diversi soggetti, che presentano peraltro nei vari mercati esaminati posizioni competitive assai differenziate.

Qualche elemento distintivo si può cogliere, più che nell'intervento nel comparto, che riguarda la generalità degli operatori sopra descritti, nell'approccio alla gestione dei valori residui dei beni.

La sensazione diffusa tra gli operatori dei mercati indagati è che, in genere, come è facile immaginare, le società indipendenti abbiano una maggiore propensione all'assunzione dei rischi e dei benefici connessi alla proprietà del bene, che le società captive trasferiscano i rischi relativi al bene sul produttore e che le società di matrice bancaria limitino l'assunzione di questi rischi ai casi di beni che presentano mercati secondari "visibili", oppure agli ambiti nei quali dispongono di accordi con i produttori (vendor programme, joint-venture o alleanze), che permettono una gestione consapevole del valore residuo.



Per quanto attiene, in particolare, alle società specializzate nel leasing operativo, esse sono invece alla continua ricerca di beni con un mercato secondario "non visibile": in tali segmenti, esse riescono a sfruttare le loro conoscenze nella previsione del valore di mercato del bene e possono applicare dei valori residui conservativi in virtù della scarsa competizione.



9. Un adeguato stile di regolamentazione può favorire lo sviluppo del leasing operativo

Una costante nelle condizioni di contesto favorevoli allo sviluppo del leasing operativo rilevate nei mercati esaminati e' rappresentata dalla tendenza ad una generale deregolamentazione dell'attività delle banche e degli intermediari finanziari e dalla progressiva eliminazione di differenziali fiscali a favore del leasing.

Nel primo caso si deve prendere atto che lo svolgimento del leasing operativo è consentito, quasi ovunque, agli intermediari finanziari già impegnati nel leasing finanziario, e in alcuni casi direttamente anche alle banche, talvolta in virtù di norme esplicite di liberalizzazione, talvolta implicitamente, in considerazione della forte contiguità rispetto al leasing finanziario. Quest'ultima sembra essere la motivazione di fondo che guida l'atteggiamento favorevole degli organi di controllo, che hanno preso atto nel tempo che la gestione dei valori residui dei beni ed il governo dei relativi rischi possono essere tenuti sotto controllo senza troppi problemi dai locatori.

Nel secondo caso, l'eliminazione di alcuni marcati vantaggi fiscali del leasing ha favorito senza dubbio il leasing operativo, non solo, ovviamente, laddove essa ha riguardato il solo leasing finanziario, spingendo alla costruzione di operazioni borderline, che sono nella forma di leasing operativo ma nella sostanza di leasing finanziario o addirittura di prestito, ma anche laddove si è estesa a tutto il mercato del leasing. Il ridimensionamento dell'orientamento fiscale del leasing si è rivelato infatti un potente stimolo all'individuazione da parte dei locatori e dei locatari di altri profili di convenienza dell'operazione, tra i quali una condivisione ed una gestione attiva dei valori residui dei beni assumono particolare rilevanza.

La generale tendenza verso la deregolamentazione dei servizi finanziari è particolarmente evidente nel settore del leasing statunitense, ove peraltro la normativa è assai articolata e frutto di una continua evoluzione.

In linea generale, si rileva da parte delle autorità di controllo una tendenza crescente nel tempo a consentire una maggior flessibilità nell'acquisto da parte dei locatori (anche bancari) dei beni destinati alla locazione (o da questa "ritornati"), ad assicurare la possibilità di svolgere operazioni con un elevato valore residuo e di stipulare con terze parti con-

tratti per l'erogazione al locatario di servizi accessori (la cui prestazione diretta da parte della banca è invece proibita dall'imposizione del "net lease"), permettendo quindi attualmente alle banche di operare nel segmento del leasing operativo su basi competitive e di esercitare un maggiore controllo sui beni locati, "proteggendo" così il valore residuo. In alcuni casi, è prevista una regolamentazione semplificata, basata sul soddisfacimento di criteri generali, che comprendono il riferimento ad un concetto assimilabile a quello europeo di "sana e prudente gestione" dell'intermediario finanziario.

Nel caso inglese, le banche sono autorizzate dalla legge bancaria a compiere operazioni di leasing direttamente senza che per questo sia richiesta un'autorizzazione specifica. L'autorizzazione consente alle banche di svolgere tutte le operazioni di leasing sia per tipologia di bene che per natura dell'operazione (leasing operativo e finanziario).

Nella prassi del mercato britannico, l'attività di leasing non viene comunque svolta dalle banche direttamente, ma attraverso società controllate. Queste società non necessitano di una particolare forma giuridica o di un'autorizzazione per l'esercizio dell'attività di leasing, ma sono soggette ai precetti della vigilanza prudenziale a livello consolidato del gruppo bancario. L'operatività nel leasing di tali soggetti non ha alcun limite: le operazioni di leasing operativo possono essere svolte liberamente da questi intermediari nel rispetto dei vincoli prudenziali fissati a livello di gruppo (ma non posti direttamente in capo al locatore). Anzi, in linea di principio, l'attività di leasing operativo, in quanto non ricompresa tra le attività finanziarie, potrebbe essere esclusa, se effettuata in via esclusiva, dal perimetro del consolidamento del gruppo a fini di vigilanza.

In ogni caso l'attenzione dell'autorità di vigilanza verso le attività di leasing ha una natura soggettiva e non oggettiva: l'interesse non è per l'operazione in se stessa, ma per l'impatto che questa può avere sugli operatori bancari. La distinzione tra leasing finanziario ed operativo appare irrilevante ai fini della vigilanza.

Nel caso francese, gli établissements de crédit possono anche svolgere altre attività connesse alla loro attività principali, tra le quali le operazioni di location simple di beni mobili ed immobili (per le imprese abilitate ad effettuare delle operazioni di crédit bail).

La legge bancaria prevede inoltre una riserva di legge per le operazioni di crédit bail, ma non per quelle di location simple. Queste opera-



zioni non sono equiparate nell'ordinamento francese a quelle di prestito, cosicché esse non sono soggette ad una normativa speciale, ma sono regolate dal normale diritto commerciale. Qualsiasi soggetto può quindi offrire il leasing operativo senza essere soggetto ad una specifica autorizzazione, a requisiti patrimoniali speciali e a vincoli operativi. Vale infine la pena di sottolineare che non esiste alcun vincolo di vigilanza relativo al governo del rischio bene.

In Germania, non vi sono restrizioni alla libertà di stabilimento delle società di leasing. Queste non sono infatti considerate istituzioni creditizie, in base all'orientamento che l'operazione di leasing sia più vicina al noleggio che al credito. Alla luce di questa impostazione (mantenuta anche dopo il recepimento della seconda direttiva comunitaria), le società di leasing tedesche non sono soggette ad autorizzazione per l'esercizio dell'attività, prevista dall'art. 32 della legge bancaria per le istituzioni creditizie, e al rispetto di alcun requisito minimo (sia dal punto di vista legale che regolamentare). L'esercizio del leasing (operativo, ma anche finanziario) non è sottoposto ad alcuna riserva di legge. Le società di leasing possono operare semplicemente con la forma giuridica delle società di capitali.

Nonostante il leasing non sia considerato un'operazione creditizia, l'ordinamento bancario tedesco permette alle banche di operare direttamente o indirettamente nel leasing. La legge bancaria tedesca elenca infatti le attività proibite alle istituzioni creditizie e non ricomprende tra di esse né il leasing né il noleggio: alla luce di questa impostazione, le banche tedesche possono liberamente offrire leasing finanziario ed operativo sia direttamente che indirettamente.

Nel caso in cui le banche operino direttamente nel leasing, come accade per gli operatori captive (in veste di banche specializzate) delle case automobilistiche, queste operazioni rientrano nella vigilanza bancaria su base individuale: le operazioni di leasing effettuate dalla banca vengono così conteggiate ai fini del calcolo del coefficiente di solvibilità e dei limiti sulla esposizioni eccessive verso uno stesso operatore o più operatori appartenenti allo stesso gruppo. A questo proposito, peraltro "tutti i tipi di leasing sono considerati uguali ai fini della supervisione" e non viene imposto né alle società di leasing di emanazione bancaria né alle banche alcun obbligo (nella forma di contratto a termine o di opzione di vendita) di cessione del valore residuo (e quindi del rischio bene) a una terza parte.

10. La concorrenza internazionale tende ad un'espansione geografica, grazie anche all'offerta di leasing operativo; la contendibilità del mercato è accresciuta dalla globalizzazione delle transazioni e dall'esistenza di una "cultura del leasing" sovranazionale

L'esperienza dei mercati dove il leasing operativo è da tempo presente segnala che un impulso alla diffusione dello strumento è dato dalla concorrenza estera: i principali operatori di leasing sono infatti impegnati in modo significativo nel leasing operativo e tendono progressivamente ad un'espansione anche geografica, nel caso europeo facilitata dalle opportunità aperte dal mercato unico dei servizi finanziari e, in particolare, dalla possibilità di operare in base alle normative del Paese di origine. Il leasing presenta inoltre una cultura forte, di natura sovranazionale, che può rendere più facile il superamento di barriere culturali e delle specificità dei singoli Paesi, accrescendo così la contendibilità del mercato.

Non vi è dubbio che il leasing operativo, pur nelle differenti configurazioni assunte, sia presente e ben diffuso nei mercati esteri, e non solo in quelli esaminati nel corso della ricerca, e riguardi i maggiori operatori del settore.

In tali ambiti, che rappresentano la parte più avanzata del mercato mondiale del leasing, tendenze comuni sembrano essere il raggiungimento di una maturità del leasing, inteso come strumento di finanziamento, ed anche l'attenuazione, se non il totale superamento, dei differenziali fiscali che hanno accompagnato la crescita del leasing finanziario. Ciò ha comportato un riposizionamento competitivo, relativo sia alle politiche di prodotto che alle scelte di espansione geografica.

Nel caso degli Stati Uniti, ad esempio, molti tax players, cioè locatori abituati tradizionalmente ad operare con l'obiettivo di massimizzare i vantaggi fiscali delle operazioni di leasing, sono usciti dal mercato, a seguito dell'importante riforma fiscale della seconda parte degli anni ottanta, e gli altri hanno dovuto riconvertirsi radicalmente ad asset managers, sviluppando cioè una spiccata capacità di gestione del valore residuo dei beni.

La globalizzazione del mercato del leasing ha interessato il contesto



britannico negli anni novanta, quando società di leasing nord americane, tedesche e francesi hanno cominciato ad operare, specialmente in operazioni caratterizzate da valori residui significativi. Attualmente, nel mercato britannico opera un elevato numero di operatori internazionali: si tratta di società controllate da gruppi bancari e finanziari, da società indipendenti leader in alcuni segmenti di mercato e da locatori di grandi dimensioni, che hanno introdotto nuovi prodotti (in linea di massima forme sofisticate di leasing operativo), che consentono fra l'altro di sfruttare i residui vantaggi fiscali, e godono attualmente di un elevato potere competitivo.

Nel mercato tedesco, lo spostamento progressivo verso forme di leasing operativo, facilitato dalla elevata contiguità del prodotto rispetto al leasing finanziario, è stato governato essenzialmente dai locatori domestici, peraltro impegnati attualmente nello sviluppo diretto di operazioni con utilizzatori esteri. Anche in Francia si sta delineando una tendenza all'internazionalizzazione delle operazioni di leasing ed alla crescita dei contratti caratterizzati da un significativo valore residuo, per gestire i quali i locatori di matrice bancaria sviluppano frequentemente partnership ed alleanze di varia natura con i produttori dei beni.

In questo quadro complessivo, è impossibile non notare come il mercato italiano, pur condividendo le principali tendenze dei mercati esteri, si presenti oggi, dal punto di vista del percorso - sia scientifico che pratico - verso il leasing operativo, "ingessato" e ancora sostanzialmente privo di esperienze significative, che potrebbero utilmente favorire l'accumulo delle prime competenze. Tali competenze sono peraltro indispensabili per assicurare ai nostri operatori una parità di condizioni competitive rispetto alla concorrenza internazionale, che può essere invece facilitata dal profilo "borderline" e dalla flessibilità dello strumento, dall'esistenza presso la clientela di una cultura ormai affermata del leasing, dalla elevata contendibilità del mercato italiano.

Tutto ciò può costituire una minaccia significativa per gli equilibri gestionali e per la stessa sopravvivenza, nel medio termine, dei locatori italiani, forse più concreta dei presunti pericoli che vengono evocati per giustificare il mancato intervento nel leasing operativo e che, alla luce anche dei risultati della ricerca qui presentata, vanno forse ridimensionati, per valorizzare il contributo che il leasing operativo può offrire allo sviluppo prospettico del mercato complessivo del leasing in Italia.