

Spv, quale futuro?

Gli Special purpose vehicles per le cartolarizzazioni dei debiti sono sotto accusa in tutto il mondo. Ma sono davvero prodotti diabolici?

In un vecchio articolo del 2000 sollecitavo l'introduzione di normative civilistiche e fiscali che incoraggiassero le operazioni di cartolarizzazione poiché potevano avere un potenziale economico notevole e presentavano dei vantaggi per il mercato finanziario.

A otto anni di distanza la crisi dei mutui subprime americani mi induce ad una riflessione sul ricorso a tale tipo di operazioni che non ritengo siano così negative come possono sembrare.

La cartolarizzazione, anche nota come securitization (titrisation in francese), è il processo di conversione di crediti e altri attivi non facilmente negoziabili in titoli che, viceversa, possono essere collocati e scambiati nei mercati dei capitali.

Questo meccanismo ha anche il vantaggio di trasferire a terzi i rischi e benefici di attivi che hanno un rendimento reddituale, con l'obiettivo di ridurre il costo delle operazioni di raccolta o di trarre altri specifici vantaggi.

Tale strumento permette inoltre di accedere ad una raccolta di fondi più a buon mercato da nuove fonti. Per esempio, una società può trovare denaro liquido senza dover assumere dei prestiti garantiti in bilancio. Per le banche è invece possibile migliorare i ratios di bilancio attraverso la canalizzazione di capitali divenuti disponibili verso opportunità di investimento più redditizie.

Inoltre, nell'ottica di una gestione delle politiche di bilancio, la cartolarizzazione può divenire un mezzo per aumentare i profitti, se la cessione degli attivi da cartolarizzare avviene realizzando un plusvalore.

Le banche con un portafoglio di prestiti internazionali possono utilizzare la cartolarizzazione come strumento per evitare un declassamento del credito ed avere un rating migliore sul mercato internazionale del debito.

Le società che esportano una parte cospicua della produzione effettuano la car-

tarizzazione dei proventi da esportazioni per ottenere condizioni di finanziamento più favorevoli. Le società che decidono una ristrutturazione del debito considerano varie forme di cartolarizzazione al fine di agevolare un compromesso con i creditori che non vogliono accettare azioni o altri strumenti ibridi, in cambio di una rinuncia al credito.

I precursori di queste operazioni li troviamo proprio negli Stati Uniti in cui, già negli anni '70, si effettuavano le prime operazioni di cartolarizzazione di crediti ipotecari derivanti da finanziamenti al mercato immobiliare residenziale per il tramite di organismi statali.

A partire dal 1985, queste operazioni hanno avuto uno sviluppo impressionante ed estremamente dinamico passando da poche decine a più di trecento nel 1998, per un valore complessivo di oltre 200 miliardi di dollari americani. La sofisticazione dei prodotti e la diversificazione del mercato sono però oggi state realizzate con delle operazioni di cartolarizzazione, a prima vista molto curiose ma senza dubbio interessanti, quali quelle relative al mercato dei biglietti per il parcheggio e dei pagamenti per gli alimenti al coniuge divorziato.

Nello schema riportato nel seguito possiamo visualizzare la struttura di base di un'operazione di cartolarizzazione secondo lo schema anglosassone e tutti gli attori che vi intervengono, a cominciare dal cedente degli attivi che riceve i fondi in contropartita della cessione ad uno Special Purpose Vehicle (Spv), cioè una società ad hoc estremamente solvibile, costituita solitamente da una banca o da altro intermediario professionale e da esso detenuta interamente, direttamente o indirettamente.

Lo Spv si occupa di gestire l'operazione e di emettere da solo i titoli da collocare sul mercato o di conferire l'incarico ad un'emittente che potrebbe anche essere la casa madre e che, tramite vari strumenti



Giancarlo Cervino, direttore del Centre for International Fiscal Studies di Lugano
www.cinfis.com

del mercato internazionale dei capitali, trova degli investitori disposti a sottoscriverli.

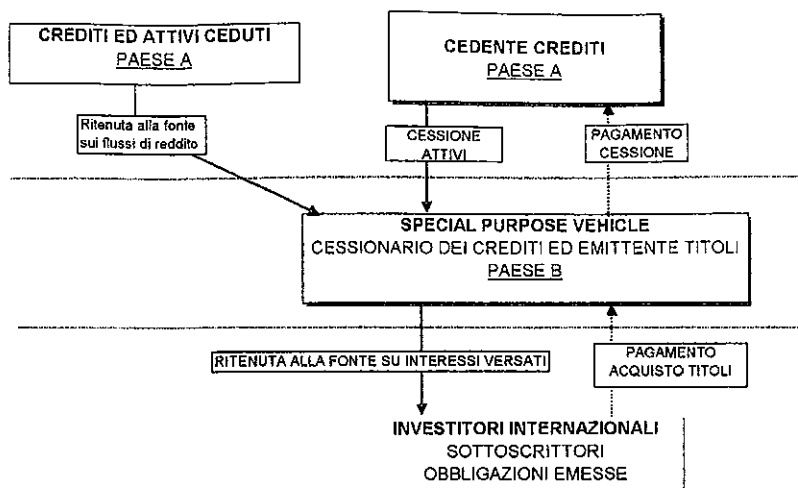
Quella esposta nello schema è un pay through, cioè un'operazione che comporta una cessione del credito. Esistono, tuttavia, anche dei sistemi di pass through, con cui i crediti sono soltanto depositati presso un trust che li fraziona in quote e si occupa del loro collocamento sul mercato.

Leggermente diversa dalle strutture summenzionate è la via franco-spagnola alla cartolarizzazione che utilizza, al posto di società o trusts, dei fondi comuni d'investimento che incorporano i crediti. I titoli collocati presso gli investitori non sono quindi delle obbligazioni, ma delle quote dei fondi stessi.

Normalmente la fase dell'analisi della variabile fiscale non è la prima in ordine di tempo ad essere eseguita quando si progetta una cartolarizzazione, ma non per questo devono essere trascurati i suoi impatti sull'efficacia dell'operazione.

Sempre nello schema, vediamo che il cedente e gli attivi ceduti sono situati in un paese diverso da quello dello Spv e questo può talvolta complicare gli aspetti internazionali dell'imposizione. Il trasferimento degli attivi allo Spv può accelerare la creazione di utili o perdite in capo alla società che li trasferisce. La vendita degli attivi da parte della società o banca cedente può generare dei plusvalori, ma determina anche una riduzione dei profitti futuri legati alle operazioni cedute.

In caso di perdite derivanti dalla cessione, le Amministrazioni fiscali di alcuni Paesi, poiché considerano tale operazione



come un atto di straordinaria amministrazione che esula dall'attività corrente, negano la deducibilità fiscale e l'eventuale riporto nel tempo delle perdite realizzate, riducendo notevolmente il potenziale beneficio futuro fiscale dell'operazione non solo ai mancati introiti dei redditi provenienti dagli attivi ceduti.

Possono esistere eventuali tasse di bollo o di registro da versare in fase di passaggio della proprietà degli attivi allo Spv. Se lo Spv riceve dei flussi di reddito dagli attivi acquistati, questi ultimi possono inoltre subire delle ritenute alla fonte nel Paese in cui è situato il debitore che effettua il pagamento.

Questi redditi entrano a far parte dell'imponibile dello Spv, ma sono controbilanciati da un pagamento di interessi passivi ai titolari degli strumenti di finanziamento collocati sul mercato. C'è quindi un problema di ottimizzazione fiscale del bilancio dello Spv.

Al momento del pagamento dei redditi potrebbe poi esserci una ritenuta alla fonte sul reddito versato all'investitore, il quale subirà poi un'imposizione su questo reddito normalmente uguale a quella di altri strumenti del mercato dei capitali non necessariamente legati ad operazioni di cartolarizzazione.

Non è però scontato che possa recuperare la ritenuta alla fonte effettuata nel paese di pagamento del reddito. Una delle piazze finanziarie internazionali che ha sviluppato un quadro legislativo e regolamentare molto favorevole per queste operazioni e a cui si fa ricorso per evitare questi ultimi due problemi fiscali, oltre ad altri di natura contabile, civilistica e penale, è, per esempio, quella del Lus-

semburgo.

Da un punto di vista fiscale è possibile per una società commerciale in generale e, nella fattispecie, per lo Spv chiedere un accordo preliminare all'Amministrazione fiscale per quanto riguarda l'imposizione sia dei redditi sia degli interessi pagati ai detentori di obbligazioni emesse a fronte delle attività cartolarizzate.

Non vi sono ritenute alla fonte sugli interessi pagati a questi ultimi, né essi scontano imposte sul reddito o sul patrimonio in Lussemburgo (a meno che non siano ivi residenti), ma soltanto nei loro paesi di residenza.

Queste società sono sottoposte ad un regime ordinario d'imposizione e possono perciò beneficiare delle convenzioni internazionali contro le doppie imposizioni ratificate dal Granducato del Lussemburgo, per i redditi derivanti dagli attivi ceduti allo Spv.

Gli amministratori dello Spv lussemburghese possono poi ottenere un accordo preliminare sul rapporto fra mezzi propri e mezzi di terzi da rispettare nel bilancio e sul margine tra interessi attivi ricevuti ed interessi passivi versati, che è soggetto a un'imposizione globale del 29,63%. Non esistendo però un modello quadro che indichi le linee guida dei benefici fiscali concessi da questi accordi preliminari, ogni singola operazione è un caso a parte, che può ricevere un trattamento diverso a seconda della tipologia dell'operazione e degli importi in gioco.

A questo punto è d'obbligo chiedersi il perché della crisi americana e le cause dell'effetto che essa ha scatenato a livello mondiale con l'utilizzo di strumenti apparentemente efficienti e che sicuramente

hanno, in passato, arricchito l'offerta finanziaria per gli investitori. Non è stato però l'uso di questi strumenti, ma il loro abuso il fattore scatenante della crisi attuale. Fino a quando la relazione creditori, debitori ed investitori era diretta, come nello schema in figura, il rischio di insolvenza del debitore e quindi l'insuccesso dell'operazione e l'eventuale copertura del rischio erano relativamente limitati, poiché si trattava di una cifra modesta in rapporto all'investimento.

I guai purtroppo sono cominciati quando oggetto della cartolarizzazione non sono stati i crediti direttamente, ma delle quote o parti dell'Spv che cartolarizzava in prima istanza in una lunga catena di Spv che si cartolarizzavano a vicenda in varie parti del mondo. Facendo appello ad investitori sempre più lontani dal debitore principale e che non erano più in grado di valutare il rischio diretto dell'investimento principale, immettendo liquidità oltre misura attratti dagli alti rendimenti. Se poi alcuni Spv facevano anche ricorso ad altro indebitamento esterno per far fronte ad un eventuale rischio di default, allora la faccenda si complicava e si rischiava di creare un pericoloso domino. Cosa che è puntualmente successa.

Non è stata, quindi, solo la qualità del debitore, ma la leva finanziaria che è stata generata da una catena di operazioni incontrollate dai singoli organismi di vigilanza nazionali a provocare la crisi semplicemente perché, ad un certo punto, la catena si è spostata oltre frontiera, in giurisdizioni maggiormente permissive rispetto a quella lussemburghese o altre simili che, a fronte di vantaggi fiscali, non hanno rinunciato comunque a valutare il rischio a livello finanziario.

Si devono perciò condannare per sempre gli Spv e la cartolarizzazione? Quali possono essere le possibili soluzioni future?

Personalmente ritengo che la via più semplice sia quella di un ritorno al passato, permettendo cioè solo il collocamento di Spv che direttamente gestiscono i debiti, richiedendo al contempo non solo una valutazione del rating dei debitori stessi più accurata, ma anche delle coperture assicurative contro il rischio che, sicuramente, farebbero lievitare i costi e diminuire i rendimenti, ma permetterebbero agli investitori finali una maggiore tranquillità sulla solvibilità del loro investimento.