

Il mercato lussemburghese delle Sicav: tendenze e prospettive

Nonostante l'aggravio rappresentato dall'obbligo di strutturarsi conformemente ai parametri dettati dalla normativa comunitaria (Ucits III, recepita nel 2003), gli operatori europei e non continuano a voler mantenere gli investimenti in territorio lussemburghese, il cui successo è sottolineato dai dati in crescita registrati dal settore degli Oicvm: un aumento, nel 2006, del 12% del patrimonio netto in gestione rispetto al 2005. Il Lussemburgo si conferma quindi come la più interessante piazza finanziaria europea in questo ambito, pur in un contesto di armonizzazione comunitaria che dovrebbe vedere tutti gli Stati della Ue allineati su un piano di sostanziale omogeneità.

Massimo Paolo Gentili

Dottore commercialista

Marina Mastrangelo

Avvocato

1 Introduzione

Sono trascorsi quasi quattro anni dal recepimento, in Lussemburgo, delle direttive Ucits III¹, modificative della previgente disciplina in materia di organismi di investimento collettivo del risparmio in valori mobiliari (Oicvm)², e i tempi sono ormai maturi per fare un bilancio dell'impatto della nuova normativa sul mercato lussemburghese delle Sicav (società di investimento a capitale variabile) e dei fondi comuni di investimento armonizzati³. La legge del 20 dicembre 2002⁴, di attuazione delle suddette direttive, è, infatti, entrata in vigore il 1° gennaio 2003 ed è stata accompagnata, già a partire dai primi mesi di vita, dalle circolari esplicative della Commission de surveillance du secteur financier (Cssf), l'autorità di vigilanza lussemburghese, circolari che ne hanno, di fatto, consentito un'applicazione immediata.

Si può, pertanto, considerare superata la prima fase di sperimentazione pratica delle nuove disposizioni, a differenza di quanto è avvenuto in altri paesi comunitari, tra cui l'Italia, in cui il recepimento delle direttive è stato più graduale, essendo avvenuto in un primo tempo a livello di legislazione primaria e, solo a distanza di molti mesi, anche a livello regolamentare⁵.

Il fatto che il Lussemburgo si sia, per primo, avvicinato alla normativa Ucits III e che la Cssf abbia, quindi, avuto tempo e

modo di maturare una certa esperienza nell'autorizzazione di organismi di investimento collettivo conformi alle nuove norme, non significa che l'applicazione pratica di tali disposizioni stia avvenendo senza incertezze o senza momenti di criticità. Infatti, numerose sono le novità apportate dal legislatore alle condizioni di autorizzazione dei veicoli di investimento armonizzati, in un contesto – quello lussemburghese, appunto – storicamente non abituato a sottostare a penalizzanti vincoli normativi. Le tematiche relative all'attuazione della normativa comunitaria in tema di Oicvm sono di particolare interesse anche per gli operatori finanziari italiani, già molto presenti sul mercato del Granducato con propri veicoli di investimento; anch'essi, per poter dirigere e gestire tali organismi, nonché collocarne le quote o azioni in Italia e negli altri Stati membri dell'Unione europea, hanno dovuto preventivare tempi e mezzi necessari per organizzare tali veicoli in conformità alla normativa attualmente in vigore.

2 Il Lussemburgo, mercato europeo leader degli Oicvm

È opportuno tener ben presente che, allorché si citano gli organismi di investimento collettivo lussemburghesi si intende per lo più fare riferimento a veicoli round-trip, vale a dire veicoli che, seppur domici-

¹ Le direttive 2001/107/Ce e 2001/108/Ce del 21 gennaio 2002 hanno apportato modifiche alla direttiva 85/611/Cee del Consiglio del 20 dicembre 1985, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (Oicvm); la direttiva 107 è comunemente chiamata «direttiva gestore» in quanto ha modificato la disciplina relativa alle società di gestione (introducendo altresì il concetto di prospetto semplificato), mentre la direttiva 108 è comunemente chiamata «direttiva prodotto», in quanto ha innovato la disciplina degli investimenti consentiti agli Oicvm.

² L'acronimo italiano Oicvm altro non è se non la traduzione dell'acronimo inglese Ucits (Undertakings for collective investment in transferable securities).

³ Il termine armonizzati implica che sono assoggettati alle direttive comunitarie.

⁴ La «legge 20 dicembre 2002 relativa agli organismi di investimento collettivo, modificativa della legge del 12 febbraio 1979 relativa alla tassa sul valore aggiunto», è stata pubblicata nel *Mémorial, Recueil de législation*, A-N. 151 del 31 dicembre 2002. Tale legge ha successivamente subito emendamenti e integrazioni, i più recenti nel mese di agosto 2006.

liati nel Granducato, sono di diretta emanazione di soggetti appartenenti ad altre nazionalità. A tale proposito, è innegabile che anche gli intermediari italiani stiano guardando con molta attenzione a ciò che avviene nel Granducato, visto che, tra i paesi d'origine degli organismi di investimento collettivo autorizzati sotto l'egida della Cssf, l'Italia è attualmente al quarto posto, dopo la Svizzera, gli Stati Uniti e la Germania, con una quota di mercato pari al 10,3%⁶ (tavola 1). Il posto occupato dall'Italia risulta ancora più di rilievo in considerazione del fatto che i primi due paesi presenti in tale classifica sono esterni all'Unione europea e, dunque, hanno necessità di appoggiarsi alla normativa di uno Stato membro dell'Unione per penetrare nel mercato comunitario e avvicinarsi in tal modo alla clientela retail, offrendo prodotti armonizzati, commercializzabili liberamente in tutta Europa grazie al cosiddetto passaporto europeo.

Tavola 1

Paesi di origine degli Oicvm autorizzati dalla Cssf

Paese d'origine	Attivi netti (in miliardi di euro)	in %
Svizzera	313,558	19,0
Stati Uniti	313,401	19,0
Germania	272,870	16,5
Italia	169,593	10,3
Regno Unito	164,031	9,9
Belgio	148,832	9,0
Francia	111,160	6,7
Paesi Bassi	47,720	2,9
Giappone	26,179	1,6
Svezia	26,024	1,6
Altri	58,758	3,6
Totale	1.652,126	100

FONTE: CSSF, DATI AL 30 GIUGNO 2006

Il Lussemburgo è, storicamente, la nazione leader tra i paesi comunitari per la domiciliazione e l'amministrazione di Oicvm: gli operatori finanziari ricorrono usualmente alla normativa lussemburghese per gettare le basi per la diffusione paneuropea di tali prodotti, sapendo di poter contare, in primo luogo, su un regime regolamentare flessibile e, in secondo luogo, su benefici di carattere fiscale⁷. A ciò si aggiunga una cultura finanziaria che non ha eguali in Europa e che si traduce in un elevato livello di professionalità e di esperienza, elemento questo che ha notevolmente contribuito a costruire negli anni il successo del Granducato.

Il recente adeguamento della normativa alle direttive Ucits III, molto rigorose in materia di requisiti costitutivi e procedurali per l'autorizzazione di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, avrebbe potuto creare non pochi danni – in termini di business – alla piazza finanziaria del Granducato: questa infatti si è sempre contraddistinta per gli ampi spazi di libertà concessi ai promotori di fondi nel setting-up di tali veicoli di investimento. Il riferimento normativo è alla legge lussemburghese del 30 marzo 1988, le cui maglie piuttosto larghe hanno determinato la proliferazione di organismi di investimento collettivo, costituiti sia in forma societaria (Sicav) sia in forma contrattuale (fonds commun de placement – fondi comuni di investimento), che venivano in molti casi affidati in gestione a letterbox companies, vale a dire entità giuridiche aventi in Lussemburgo la propria sede legale, al fine di beneficiare di un regime fiscale e regolamentare agevolato, ma con effettiva operatività altrove.

Il recepimento in Lussemburgo della direttiva Ucits III, tramite l'emanazione della legge 20 dicembre 2002, ha efficacemente limitato la costituzione di veicoli privi di sostanza, spingendo il paese verso l'adozione di criteri autorizzativi e di controllo più conformi agli orientamenti comunitari. Un ruolo non indifferente, in questo senso, è stato svolto anche dagli altri Stati membri dell'Unione europea, i quali hanno, nel tempo, esercitato una notevole pressione affinché il Granducato ponesse fine al proprio atteggiamento notevolmente flessibile, se paragonato alle altre giurisdizioni, e imponesse maggiori vincoli normativi e regolamentari ai promotori di fondi. Si aggiunga inoltre, in questo processo di armonizzazione, la funzione unificatrice del Committee of european securities regulators (Cesr), l'organismo sovranazionale che riunisce e coordina le autorità di vigilanza sui mercati finanziari dei paesi dell'Unione europea: il Cesr è molto attivo sul piano dell'implementazione convergente delle direttive comunitarie negli Stati membri e, in tale contesto, ha già emanato alcune linee guida in tema di applicazione delle direttive Ucits III, alla cui osservanza il Lussemburgo non ha potuto sottrarsi, al pari degli altri Stati membri⁸.

Quanto sopra non significa che in epoca precedente all'emanazione di tali direttive – nel gennaio 2002 – non esistes-

⁵ In particolare, in Italia l'implementazione delle direttive Ucits III è avvenuta molto gradualmente, con un primo intervento a livello legislativo nell'agosto 2003 (d.lgs. 1 agosto 2003, n. 274, in vigore dal 22 ottobre 2003) e l'emanazione dei regolamenti attuativi nell'aprile 2005 (mediante la delibera Consob 14990 e il provvedimento della Banca d'Italia in materia di gestione collettiva del risparmio, entrambi del 14 aprile 2005 e in vigore da maggio 2005). Vi sono, tuttavia, alcune disposizioni delle direttive comunitarie che necessitano ancora di essere chiarite dalla normativa italiana, quale, ad esempio, l'eventualità che le società di gestione del risparmio possano distribuire quote/azioni di fondi o Sicav di soggetti terzi (vale a dire di fondi o Sicav non istituiti, né gestiti dalla società di gestione che intenderebbe distribuirli).

⁶ Dati Cssf, situazione al 30 giugno 2006.

⁷ I prodotti di diritto lussemburghese godono di un trattamento fiscale più favorevole rispetto ai prodotti di diritto italiano: infatti, mentre in Italia l'imposta sulle plusvalenze dei fondi e delle Sicav è applicata per competenza e, quindi, giornalmente, in Lussemburgo il prelievo avviene per cassa, vale a dire soltanto al momento del realizzo delle predette plusvalenze.

⁸ Si tratta dei seguenti documenti: «Cesr's guidelines for supervisors regarding the transitional provisions of the amending Ucits Directives (2001/107/EC and 2001/108/EC)» del febbraio 2005; «Cesr's Advice to the European Commission on Clarification of Definitions concerning Eligible Assets for Investments of Ucits» del gennaio 2006; «Cesr's guidelines to simplify the notification procedure of Ucits» del giugno 2006.

se una disciplina comunitaria degli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, né che il Granducato fosse svincolato dall'obbligo di conformarsi ad essa. Semplicemente, la direttiva 611/85/Cee che ha dato origine ai primi fondi armonizzati, senz'altro precisa e rigorosa in tema di definizione degli obiettivi di investimento di tali prodotti, non conteneva norme dettagliate in tema di corporate governance e di organizzazione amministrativa e contabile delle Sicav e delle società di gestione, né prevedeva l'obbligo di dotarsi di idonee procedure di gestione dei rischi, elementi, questi, richiesti dalle più recenti disposizioni europee.

Laddove non esisteva un vincolo comunitario, vale a dire in assenza di prescrizioni specifiche da parte del legislatore sovranazionale con riguardo ai suddetti temi, il legislatore lussemburghese ha lasciato maggiori spazi organizzativi e operativi ai promotori di fondi, limitandosi, per così dire, a disciplinare l'essenziale senza appesantire la struttura, ai fini dell'autorizzazione e del successivo funzionamento dell'Oicvm. L'assenza o, quantomeno, l'elasticità dei requisiti normativi ha quindi contribuito alla nascita e alla proliferazione in Lussemburgo di entità prive di sostanza, fenomeni che oggi il Granducato si trova a dover contenere e correggere a seguito dell'implementazione delle direttive Ucits III⁹.

3 Il passaggio alla normativa Ucits III: la legge 20 dicembre 2002

Preliminarmente a una valutazione dello stato di salute del mercato lussemburghese degli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, è utile riassumere, per sommi capi, le principali innovazioni apportate dalle direttive 2001/107/Ce (direttiva gestore) e 2001/108/Ce (direttiva prodotto) al quadro legale e regolamentare del Granducato, focalizzando l'attenzione più sugli aspetti attinenti all'organizzazione societaria dei gestori del risparmio, che alle caratteristiche del prodotto.

Volendo accennare solo brevemente agli effetti della direttiva prodotto, preme evidenziare che questa ha favorito un ampliamento delle opportunità di investimento di tutti gli Oicvm armonizzati, conferendo facoltà ai gestori di collocare

il patrimonio del fondo anche in strumenti finanziari diversi dai valori mobiliari, purché sufficientemente liquidi, quali gli strumenti del mercato monetario, i depositi bancari, le quote di Oicr, nonché di ricorrere all'uso di strumenti derivati nel quadro della politica generale di investimento e non esclusivamente per fini di copertura, fermo restando l'obbligo di rispettare determinati limiti di investimento e il principio della ripartizione dei rischi, fondamentali per garantire una migliore tutela dell'investitore.

L'adeguamento dei prodotti armonizzati lussemburghesi alle opportunità di investimento dettate dalle nuove disposizioni, salvi alcuni casi particolari, è già avvenuto: le uniche eccezioni sono rappresentate dagli Oicvm multicomparto costituiti prima del febbraio 2002 i quali, solo nell'eventualità in cui non abbiano lanciato nuovi fondi o comparti successivamente a tale data, hanno tempo fino al febbraio 2007 per modificare i propri obiettivi di investimento in linea con le nuove disposizioni.

Se il recepimento della direttiva prodotto nella normativa lussemburghese ha avuto un'accoglienza favorevole da parte di promotori e gestori di fondi, pari entusiasmo non è stato invece riservato alle innovazioni apportate dalla direttiva gestore, che ha avuto come effetto l'imposizione di numerosi requisiti e vincoli nell'organizzazione delle strutture di investimento. Interessate da tali requisiti sono non soltanto le società di investimento «autogestite»¹⁰ e le società di gestione armonizzate¹¹ di nuova costituzione, ma altresì le società esistenti e operative nel Granducato già negli anni precedenti al 13 febbraio 2002, data di entrata in vigore della direttiva stessa.

L'adeguamento a tali disposizioni è stato ed è tuttora particolarmente problematico per i veicoli lussemburghesi a causa della loro scarsa attitudine a costruire e a descrivere, in apposita relazione all'autorità di vigilanza, l'articolata struttura organizzativa richiesta dalla nuova normativa; le prevedibili difficoltà del mercato relativamente a questo aspetto hanno rappresentato, probabilmente, il motivo principale per cui il legislatore lussemburghese ha concesso un termine più lungo alle Sicav per conformarsi ai requisiti di sostanza, fissando la relativa scadenza al 13 febbraio 2007¹², mentre ha stabilito dei termini intermedi per l'adeguamento del prodotto alle nuove

⁹ I requisiti di sostanza applicabili alle società di investimento e alle società di gestione, che verranno esaminati nel corso della trattazione, sono in prescritti dalla direttiva 2001/107/Ce.

¹⁰ La peculiarità della Sicav autogestita è data dal fatto che è la stessa Sicav a occuparsi e ad assumere la responsabilità della gestione del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico delle proprie azioni, ferma restando la facoltà di delegare tale funzione gestoria a un'entità esterna, conservando tuttavia la piena responsabilità per l'attività svolta dal soggetto delegato.

¹¹ Tali società di gestione sono disciplinate dal Capitolo 13 della legge 20 dicembre 2002 e, in quanto armonizzate, possono svolgere negli altri paesi comunitari le medesime attività per le quali sono autorizzate in Lussemburgo.

¹² Ai sensi dell'art. 134, comma 4, della L. 20.12.2002, le società di investimento create pri-

ma del 13 febbraio 2004 devono assoggettarsi alle disposizioni di cui all'art. 27 della Legge 20 dicembre 2002 entro il 13 febbraio 2007: l'articolo 27 della legge, come vedremo nel corso della trattazione, è quello che prevede i requisiti di sostanza necessari affinché una Sicav autogestita possa conseguire l'autorizzazione da parte della Csf e ottenere così il passaporto europeo ai fini della distribuzione delle proprie azioni negli altri paesi comunitari.

¹³ L'obbligo di adeguamento è tuttavia limitato alle sole Sicav sottoposte alla Parte I della legge 20 dicembre 2002, che contiene le disposizioni che recepiscono le direttive Ucits III, mentre non riguarda le Sicav di cui alla Parte II della medesima legge, che non soggiacciono ad alcuna normativa comunitaria.

¹⁴ I requisiti imposti alle società di gestione che vogliono conseguire la patente di società

politiche di investimento consentite dalla legge. Ne deriva che, al più tardi entro la data sopra indicata, le Sicav esistenti in Lussemburgo¹³ dovranno organizzarsi come strutture autogestite, in conformità ai requisiti di sostanza prescritti dalla legge del 2002, oppure qualificarsi come Sicav eterogestite mediante la designazione di una società di gestione esterna, nel qual caso sarà quest'ultima a doversi conformare a precisi requisiti di normativi¹⁴.

L'aspetto relativo all'organizzazione societaria è dunque la principale novità apportata dalla legge del 20 dicembre 2002 alla disciplina previgente: in particolare, l'articolo 27, precisato dalle disposizioni delle circolari della Cssf n. 03/108 e 05/185¹⁵ e relativo all'organizzazione strutturale delle Sicav autogestite, è il fulcro della nuova disciplina. Essendo l'obiettivo di tali disposizioni fornire alle società di investimento quella sostanza che mancava nella precedente regolamentazione e, quindi, dare un contenuto alle società costituite come empty box, le Sicav sono ora tenute a dotarsi di tutte quelle infrastrutture tecniche, ma soprattutto umane, volte a far concludere che tali società non si limitano ad avere in Lussemburgo una sede legale o statutaria, ma sono concretamente operative.

Come accennato, tale risultato può essere raggiunto, in alternativa alla creazione o trasformazione in una struttura autogestita, mediante la designazione da parte della Sicav (propriamente detta eterogestita) di una società di gestione esterna, rispondente ai medesimi requisiti in termini di sostanza richiesti alle strutture autogestite¹⁶. In tal caso, la società di investimento non dovrà sottostare alle condizioni dettate dall'art. 27 della legge in esame e resterà semplice prodotto, al pari di un fonds commun de placement, dei cui investimenti sarà responsabile la società di gestione designata; quest'ultima, per poter assumere il relativo incarico, dovrà possedere quelle infrastrutture tecniche, umane e di controllo previste da norme del tutto analoghe, per contenuto, alle disposizioni di legge e di regolamento che disciplinano la sostanza di una Sicav autogestita¹⁷.

Ma vediamo, nel dettaglio, in cosa consistono i requisiti di sostanza previsti per le società di investimento autogestite: innanzitutto, la sede legale e l'amministrazione centrale della

Sicav devono essere situate in Lussemburgo; salve eventuali deroghe da parte della Cssf, la Sicav deve disporre in Lussemburgo di personale permanente, qualificato in relazione alle mansioni da svolgere, e remunerato dalla società stessa; essa deve altresì presentare alla Cssf una descrizione della propria struttura informatica, delle fonti informative e degli applicativi in uso, nonché un programma di attività che fornisca, tra l'altro, dettagli in merito alla struttura organizzativa della società e informazioni relative alle previsioni per i tre esercizi successivi, alla politica di investimento perseguita, agli strumenti finanziari e mercati interessati e al metodo di gestione dei rischi adottato¹⁸.

Inoltre, la Sicav deve essere strutturata in modo da ridurre al minimo i rischi di conflitti di interesse, disporre di una buona organizzazione amministrativa e contabile e di dispositivi di controllo e sicurezza nel campo informatico, nonché dotarsi di adeguati meccanismi di controllo interno¹⁹. In tale contesto si inserisce l'obbligo di adottare un'adeguata procedura di gestione dei rischi che consenta alla Sicav di controllare e valutare in ogni momento il rischio delle posizioni e il contributo di queste al profilo di rischio generale del portafoglio²⁰. La Cssf ha sottolineato in più occasioni l'importanza della funzione di risk management e ne ha richiesta l'implementazione immediata a tutte le Sicav, a prescindere dalla realizzazione delle altre condizioni imposte dalla normativa per fornire sostanza alle società di investimento e dai termini previsti a tal fine.

Al momento dell'autorizzazione, il capitale sociale minimo della Sicav autogestita deve essere pari ad almeno 300.000 euro, contro i 31.000 euro precedentemente richiesti dalla normativa (e ancora validi per avviare una società eterogestita), e dovrà raggiungere almeno 1.250.000 euro entro i sei mesi successivi all'autorizzazione. È opportuno sottolineare che gli importi minimi previsti dalla legge sono soltanto teorici e ben lontani dalla realtà, poiché gli obiettivi di raccolta della Sicav dovranno essere quantomeno di alcune decine di milioni di euro per evitare che i costi determinino un abbattimento della performance della società: infatti, tutti i costi – di strutturazione, di gestione e di amministrazione – della Sicav sono interamente a carico della stessa, ossia degli investitori-

di gestione armonizzate e gestire una Sicav armonizzata, conformandosi alla direttiva gestore, sono prescritti dal Capitolo 13, artt. 77 e seguenti, della legge 20 dicembre 2002; essi valgono a contraddistinguere tali entità dalle società di gestione di cui al Capitolo 14 della medesima legge, le quali non potranno essere designate ai fini della gestione degli asset di una Sicav eterogestita, in quanto la relativa disciplina – meno stringente – non discende da alcuna direttiva comunitaria.

¹⁵ Circolare Cssf 03/108 del 30 luglio 2003 e circolare Cssf 05/185 del 24 maggio 2005, entrambe aventi ad oggetto «Le società di gestione di diritto lussemburghese, sottoposte al Capitolo 13 della legge 20 dicembre 2002 relativa gli organismi di investimento collettivo, nonché le società di investimento autogestite di diritto lussemburghese sottoposte all'art 27 o all'art 40 della legge 20 dicembre 2002 relativa agli organismi di investimento collettivo».

¹⁶ I promotori di Oicvm con grandi potenzialità in termini di business e di clientela, che preferissero restare focalizzati sulla creazione di un prodotto di investimento nel quale concentrare le proprie risorse finanziarie, opteranno quindi per la costituzione di una Sicav eterogestita da affidare a gestori professionisti, che saranno selezionati e designati tra società di gestione dotate dei requisiti prescritti dalla legge. Tale soluzione è ormai una realtà molto consolidata, anche in vista di una futura estensione della designazione del gestore al di fuori dei confini lussemburghesi e la conseguente creazione di sinergie transfrontaliere nel settore del risparmio gestito.

¹⁷ Ai sensi della direttiva 2001/107/Ce, la società di gestione designata potrebbe anche essere una società di gestione rientrante nella giurisdizione di un altro Stato membro dell'Unione europea, purché autorizzata in conformità alla medesima direttiva: infatti, il consi-

azionisti e il fatto che tali costi siano oggi aumentati, per effetto dell'implementazione della normativa Ucits III, impone una dotazione di capitale (e, quindi, di asset under management, Aum) maggiore rispetto al passato, affinché non si verifichi una riduzione del rendimento del prodotto stesso.

Poiché nella Sicav vi è coincidenza tra capitale sociale e Aum, l'importo versato dai soci fondatori all'atto della costituzione della società costituirà il patrimonio iniziale da impiegare per i primi investimenti in strumenti finanziari da parte della Sicav; tale patrimonio è naturalmente destinato ad aumentare in concomitanza con le sottoscrizioni da parte degli investitori. Ma vi è di più: una volta che i livelli minimi di capitale siano garantiti dalle sottoscrizioni degli investitori, il promotore potrà in qualsiasi momento riscattare le proprie azioni e tornare in possesso del patrimonio investito nella Sicav, beneficiando delle performance da questa eventualmente maturate sino al momento del riscatto.

Uno degli elementi più rilevanti per la Cssf è che l'attività della Sicav sia diretta da almeno due dirigeant, la cui identità deve essere preventivamente comunicata all'autorità di controllo, unitamente ai documenti comprovanti il possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità, al fine del gradimento da parte dell'autorità stessa: può trattarsi di dipendenti della società di investimento oppure, più frequentemente, di consulenti esterni, liberi professionisti o di esponenti dei Professionnels du secteur financier (Psf), categoria vigilata di professionisti del settore finanziario. I dirigeant non devono essere necessariamente componenti del consiglio di amministrazione e tuttavia – a parere di chi scrive – è consigliabile che ne facciano parte, soprattutto al fine di garantire una certa snellezza organizzativa della società, evitando così di appesantirne la struttura mediante la moltiplicazione di soggetti e gerarchie. Solitamente, uno dei due dirigenti è preposto alla vera e propria gestione della Sicav mentre l'altro si occupa, più in generale, degli aspetti relativi alla compliance, svolgendo controlli sulla gestione della società, sul metodo di gestione dei rischi adottato e verificando che le decisioni di investimento vengano adottate in conformità allo statuto, al prospetto informativo e alle disposizioni legislative e regolamentari. I due dirigeant devono disporre di tutti i mezzi tec-

nici e informatici necessari al fine di potersi assumere le responsabilità ed esercitare le funzioni che sono loro richieste dalla legge e, a tal fine, è importante che la Sicav implementi procedure idonee affinché essi possano dirigerne congiuntamente le attività.

La normativa primaria e le circolari attuative – oltre a richiedere l'individuazione di due dirigeant, figure in precedenza sconosciute alla Sicav, che era amministrata e gestita soltanto dal consiglio di amministrazione – pongono l'ulteriore condizione che almeno uno dei due dirigenti sia fisicamente presente in Lussemburgo, al fine di poter garantire la sussistenza di quella sostanza cui tende la nuova legge e un flusso di informazioni costante ed esauriente con l'autorità di vigilanza in merito all'operatività della società. È questo uno dei punti più controversi che, nella prassi, sta creando non poche preoccupazioni ai promotori delle più varie nazionalità (italiani in primis) che intendono costituire in Lussemburgo una Sicav autogestita o convertire – in quanto obbligati – una struttura già esistente in una struttura conforme alla legge: la Cssf infatti, presta particolare attenzione a questo aspetto, chiedendo dettagli alle Sicav in merito alle modalità con cui esse intendono garantire la presenza di almeno un dirigeant sul territorio lussemburghese. L'esperienza pratica sta dimostrando che, alla luce della ripartizione delle funzioni tra i due dirigenti sopra delineata, è gradito all'autorità di vigilanza, ed è quindi consigliabile, che la presenza permanente in Lussemburgo sia garantita dal dirigeant dedito alla vera e propria attività gestoria, in considerazione del fatto che la Sicav è un'entità giuridica avente come oggetto sociale, per di più esclusivo, l'attività di investimento del proprio patrimonio. Appare quindi logico che proprio tale soggetto operi in loco, mentre l'altro dirigeant potrà, in effetti, limitarsi a recarvisi periodicamente per effettuare i controlli di sua competenza e per partecipare a riunioni con il collega e con i componenti del consiglio di amministrazione, al fine di adottare le deliberazioni inerenti l'oggetto sociale. Gli accessi del secondo dirigente potranno avvenire con cadenza settimanale, quindicinale o mensile in relazione alla complessità dell'operatività della Sicav, la quale può dipendere dall'entità degli asset under management, dal numero dei comparti, dalla politica di

derando n. 7) della direttiva gestore prevede che «una società di gestione autorizzata nello Stato membro d'origine dovrebbe poter esercitare negli altri Stati membri le seguenti attività: (...) gestire le attività di società di investimento costituite in Stati membri diversi da quelli di origine». Tuttavia, sebbene tale possibilità sia espressamente prevista a livello comunitario e sia stata recepita in Lussemburgo dalla legge 20 dicembre 2002, non può essere trascurato l'orientamento negativo del Cesr che ha ritenuto che – per il momento – la designazione possa avvenire solo a favore di società di gestione appartenenti alla medesima giurisdizione della Sicav eterogestita. Tale orientamento sembrerebbe avere comunque uno scopo cautelativo e un carattere temporaneo, riservato dunque alla prima fase di applicazione delle direttive Ucits III negli Stati membri.

18 Una volta autorizzata, la Sicav dovrà rispettare determinate regole di condotta, ai sen-

si dell'art. 86 della legge 20 dicembre 2002, e trasmettere alla Cssf informazioni finanziarie trimestrali, ai sensi della circolare Cssf n. 03/108.

19 Ai sensi dell'art. 27(3) legge 20 dicembre 2002, la Sicav deve disporre di meccanismi di controllo interno volti a monitorare e regolare le operazioni dei dipendenti e a garantire che gli attivi della società siano investiti conformemente ai documenti costitutivi e alle disposizioni di legge, nonché che ogni transazione possa essere ricostruita quanto alla sua origine, alle parti interessate, alla sua natura, al momento e al luogo in cui è effettuata.

20 In particolare, l'art. 42(1) della legge 20 dicembre 2002 prevede ulteriormente che la Sicav debba utilizzare una procedura che consenta una valutazione precisa e indipendente del valore degli strumenti derivati Otc; la Sicav deve inoltre comunicare periodicamente alla Cssf, conformemente alle regole da questa definite, i tipi di strumenti derivati, i ri-

investimento prescelta, dal numero e dalla frequenza delle operazioni di compravendita di strumenti finanziari.

L'obbligo di designare come dirigente almeno un soggetto presente in Lussemburgo è in parte mitigato dai contenuti dalla circolare Cssf n. 05/185, nella quale l'autorità di vigilanza ha affermato di poter valutare il rilascio dell'autorizzazione a una Sicav autogestita (o alla relativa società di gestione) in presenza di elementi diversi da quello in esame, ma in ogni caso idonei a generare la presunzione che la Sicav non si limiti ad avere in Lussemburgo la sola sede legale e statutaria: tra questi elementi la stessa autorità cita, a mero titolo esemplificativo, il fatto che i componenti del consiglio di amministrazione siano residenti nel Granducato o che le relative riunioni si tengano regolarmente in tale luogo, nonché esercitino nel territorio determinate attività, non meglio specificate. Come precisato nella medesima circolare, la Cssf si riserva di valutare i relativi dossier caso per caso, cosicché gli elementi testé citati potrebbero «non essere di per sé sufficienti o, in presenza di altri elementi, indispensabili»; risultano, invero, alcuni casi di società di investimento che hanno ricevuto l'approvazione dell'autorità di vigilanza pur in assenza del requisito della localizzazione in Lussemburgo dei dirigenti, ma in presenza di requisiti alternativi.

4 La situazione attuale

L'accento posto dalla Cssf sulla necessità di fissare la residenza o, quantomeno, di garantire la presenza di almeno uno dei dirigenti in territorio lussemburghese, unitamente alla moltitudine di nuovi requisiti organizzativi, sta suscitando una certa apprensione tra i player finanziari operativi nel Granducato, i quali erano abituati a confrontarsi con un regime regolamentare più blando dell'attuale e con un'autorità di vigilanza solitamente accomodante e che oggi, per conformarsi agli orientamenti europei, sta diventando sempre più esigente.

Tra la fine del 2005 e gli inizi del 2006 si era, inoltre, verificata una fase di particolare incertezza dovuta dal fatto che la Cssf – messa sotto pressione dalle deliberazioni del Cesr²¹ – aveva dovuto rettificare e abbreviare taluni dei termini inizialmente stabiliti dal legislatore per gli adegua-

menti alla nuova normativa e fissare dei termini intermedi, per coerenza con quanto stava avvenendo negli altri paesi comunitari²². Per effetto di ciò, sembrava, quindi, che le Sicav dovessero, intanto, adeguare la propria politica di investimento alle nuove norme entro il 31 dicembre 2005, adeguamento questo avvenuto senza particolari problemi, e altresì convertire la propria struttura, al fine di renderla conforme alle prescrizioni di cui all'art 27 della legge, entro la scadenza anticipata del 30 aprile 2006²³. Le difficoltà incontrate dai promotori nell'organizzare gli aspetti strutturali delle Sicav e dalla stessa Cssf nel gestire una situazione particolarmente confusa²⁴ hanno condotto l'autorità di vigilanza a far slittare nuovamente al febbraio 2007 il termine stabilito per gli adeguamenti ai requisiti di sostanza, in ciò sfruttando l'esistenza di una lacuna nelle linee guida del Cesr, che ben si prestava ad essere colmata in via interpretativa: infatti, nell'imporre il limite del 30 aprile 2006 per la realizzazione delle condizioni di sostanza, le linee guida facevano espresso riferimento alle sole società di gestione omettendo, forse involontariamente, le società di investimento, cosicché è stato agevole per il Lussemburgo mantenere fermo il termine più lungo originariamente fissato dalla normativa nazionale.

Gli operatori finanziari e l'organo di controllo – approfittando del tempo guadagnato – si sono quindi adoperati per approfondire e risolvere gli aspetti più problematici della nuova normativa, al fine di realizzare delle strutture societarie in linea con le attuali prescrizioni normative. In tale contesto gli operatori sono stati spronati dalla stessa Cssf la quale, in previsione del carico di lavoro che essa si troverebbe ad affrontare qualora i dossier di adeguamento venissero presentati tutti in prossimità dello scadere del termine, ha inviato lettere di sollecito agli amministratori di quelle Sicav non conformi alle disposizioni di sostanza della legge del 2002, raccomandando l'inoltro tempestivo delle relative domande di autorizzazione.

La maggior attenzione posta dalla Cssf alla sussistenza dei nuovi requisiti di sostanza, in ottemperanza agli obblighi normativi, non sembra aver allontanato i fund promoter dal Granducato; al contrario, i dati più recenti mostrano che il

schi sottostanti, i limiti quantitativi e i metodi scelti per stimare i rischi associati alle operazioni in strumenti derivati. A tale riguardo, la Cssf ha emanato la circolare n. 05/176 del 5 aprile 2005 avente a oggetto le «Linee di condotta per gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari concernenti l'utilizzo di strumenti finanziari derivati».

²¹ Il riferimento è alle Linee guida del Cesr – del febbraio 2005 – relative alle disposizioni transitorie delle direttive Ucits III, con le quali tale organismo ha ritenuto di porre fine alle interpretazioni divergenti nell'applicazione delle norme transitorie da parte delle autorità di vigilanza degli Stati membri dell'Unione europea e ha fissato una serie di scadenze – talune non coincidenti con quelle fissate nella legge lussemburghese del 2002 – per l'implementazione delle direttive nei singoli ordinamenti nazionali.

²² Il riferimento è alla circolare Cssf n. 186 del 25 maggio 2005, avente a oggetto le «Li-

nee guida del Cesr relativamente all'applicazione delle disposizioni transitorie di cui alle direttive 2001/107/Ce e 2001/108/Ce (Ucits III), modificative della direttiva 85/611/Cee» (Ucits I).

²³ Anziché – è utile ripeterlo – alla data del 13 febbraio 2007 fissata dall'art. 134(4) della legge 20 dicembre 2002.

²⁴ Dati i tempi stretti, la Cssf si è vista costretta ad autorizzare i dossier di conversione delle Sicav al nuovo regime Ucits III senza poter compiere approfondite indagini sull'effettiva sussistenza di tutti i requisiti di sostanza, cosicché talune società hanno ricevuto l'approvazione dell'autorità nonostante non fossero perfettamente allineate alle nuove esigenze normative. Al contrario, i promoter che hanno esitato a presentare le richieste di conversione al nuovo regime hanno poi assistito a uno slittamento del termine che ha di-

successo del Lussemburgo non è stato minato dalla nuova normativa, ove si consideri che alla fine di agosto 2006 il patrimonio degli organismi di investimento collettivo ivi insediati era ancora in crescita. Dai dati ufficiali della Cssf emerge, infatti, che il settore ha visto in generale un aumento dell'11,95% del patrimonio netto in gestione rispetto al 31 dicembre 2005, passando da 1.525,208 a 1.707,406 miliardi di euro, con una progressione degli attivi netti nell'ultimo anno – dal 31 agosto 2005 – addirittura pari al 25,45%²⁵.

5 Conclusioni

È evidente che, nonostante l'aggravio rappresentato dall'obbligo di strutturarsi conformemente ai parametri dettati dalla nuova normativa, permane una volontà degli operatori, europei e non, di mantenere gli investimenti in territorio lussemburghese. Volendo indagare i motivi di questo successo, non si può non sottolineare l'abilità e professionalità dei service provider locali, in grado di fornire il proprio supporto alle Sicav e società di gestione mettendo a loro disposizione il personale, il know-how, nonché tutti gli strumenti idonei (si pensi ai software gestionali e di controllo) al fine di soddisfare i nuovi requisiti normativi. A tale proposito una delle peculiarità del Lussemburgo è rappresentata dal fatto che la prestazione di taluni servizi fondamentali, quali, ad esempio, la funzione di risk management, i servizi di back-office e di compliance, o lo svolgimento dell'incarico di dirigeant, avviene a un livello molto elevato, tant'è che i soggetti che a oggi si so-

no candidati con successo a fornire tali risorse umane e tecniche alle Sicav e alle società di gestione sono i Professionnels du secteur financier (Psf)²⁶ la cui attività è disciplinata da un'apposita normativa che li assoggetta all'autorizzazione e al controllo della stessa Cssf²⁷.

Da non trascurare, inoltre, l'aspetto relativo ai costi di insediamento in loco di strutture flessibili; tali costi – pur essendo maggiori se confrontati con quelli che era necessario preventivare in passato – sono relativamente contenuti in Lussemburgo, grazie anche all'ampia disponibilità di risorse idonee a fornire sostanza alle Sicav, sia in termini di persone disponibili a maturare un'esperienza professionale in Lussemburgo, sia in termini di elementi, tecnologici e non, di supporto all'attività di fund management, di risk management e di compliance.

A questi si aggiungono i consueti fattori che hanno decretato nel tempo il successo del Granducato come luogo d'elezione per la costituzione di veicoli societari, tra i quali la sua collocazione geografica al centro dell'Europa, la stabilità politica e sociale, il contesto internazionale e multilinguistico e un valido coordinamento tra il legislatore e l'autorità di vigilanza.

Alla luce di ciò, non è difficile immaginare che il Lussemburgo presenti tutti i requisiti per confermarsi – anche in una prospettiva futura – come la più interessante piazza finanziaria europea, pur in un contesto di armonizzazione comunitaria che dovrebbe vedere tutti gli Stati membri dell'Unione europea allineati su un piano di sostanziale omogeneità. ■

fatto consentito alla Cssf di effettuare tutti gli approfondimenti del caso e di autorizzare solo quei dossier in grado di garantire integralmente il soddisfacimento dei requisiti di sostanza imposti dalla legge del 2002.

²⁵ Comunicato stampa Cssf del 3 ottobre 2006, avente a oggetto la situazione globale degli organismi di investimento collettivo alla fine del mese di agosto 2006.

²⁶ Si ricorda che, in Italia, i medesimi servizi di back-office e di compliance possono essere svolti liberamente da persone, fisiche e giuridiche, non soggette a vigilanza regolamentare.

²⁷ Il riferimento è alla legge 5 aprile 1993, e successive modifiche e integrazioni, relativa al settore finanziario, e in particolare all'art 29(4) della legge medesima che regola i «Professionnels effectuant des services de constitution et de gestion de sociétés»: «1. Sono professionisti che prestano servizi di costituzione e gestione di società, le persone fisiche o giuridiche la cui attività consiste nell'effettuare servizi relativi alla costituzione o alla gestione di una o più società».