

# Gli investimenti alternativi scelgono i Fondi di investimento specializzati

## Specialized investment funds, alternative investments

I Fis (Fondi di investimento specializzati) sono divenuti uno strumento alternativo di investimento assai popolare perché consentono ai promotori di creare una vasta gamma di fondi aventi strategie e strutture eterogenee godendo, al tempo stesso, di un'ampia autonomia nell'organizzazione e nella determinazione delle politiche di investimento. Nati e diffusi ampiamente in Lussemburgo, i Fis possono esercitare la loro attrattiva anche sulla clientela italiana, alla luce della maggiore convenienza fiscale, organizzativa e regolamentare.

**Massimo Paolo Gentili,**  
**Marina Mastrangelo**

Garlati Gentili & Partners

**Sante Jannoni**

Securities & Compliance  
Luxembourg

The Specialized investment fund (Sif) has become a very popular alternative investment because it allows founders to create a wide range of funds with different strategies and structures enjoying, at the same time, a wide autonomy in the organization and determination of policies investment. Born and widely-known in Luxembourg, the Sif will not fail to exercise its appeal also on Italian clients, given the tax exemption offered to subscribers, the organization of on-site marketing patterns authorized by Italian supervisory authorities and the possibility to establish in Luxembourg, for purposes of transparency and monitoring, funds already established in off-shore jurisdictions.

Keywords: fondi di investimento specializzati, trattamento fiscale, prime broker

Jel codes: G23, G28, K34

### 1 Lo sviluppo dei Fis

Il Granducato del Lussemburgo è generalmente riconosciuto come uno dei più importanti domicili di prodotti per la gestione collettiva del risparmio di tipo armonizzato; nonostante ciò, anche il mercato lussemburghese dei veicoli di investimento di tipo alternativo ha registrato negli ultimi tre anni una progressiva affermazione, grazie all'emanazione della normativa del 13 febbraio 2007 (la legge Fis), sui Fondi di investimento specializzati (Fis)<sup>1</sup>.

L'ingresso nel panorama finanziario lussemburghese di questi particolari schemi di investimento ha ridotto drasticamente il ricorso a quelle strutture – i fondi disciplinati dalla parte II della legge 20 dicembre 2002 e dalla circolare della Cssf 02/80 (Commission de Surveillance du Secteur Financier) – che, prima della nascita dei Fis, erano utilizzate per costituire, nel Granducato, veicoli di tipo hedge ma che risultavano poco appetibili a causa dei limiti di una normativa ritenuta troppo restrittiva e, comunque, inadeguata (specie in termine di ricorso alla leva finanziaria).

Oggi, il Fis risulta essere, innanzitutto, uno strumento assai popolare per la creazione di una vasta gamma di fondi aventi

strategie e strutture eterogenee (quali fondi che investono in valori mobiliari, fondi hedge, fondi private equity, fondi real estate, fondi venture capital, fondi garantiti, ecc.), posto che la legge che lo disciplina concede un'ampia autonomia ai promotori del veicolo per la determinazione di organizzazione e politiche di investimento.

La sottoscrizione di tale tipologia di fondo è rivolta ad una ristretta cerchia di investitori esperti: gli investitori istituzionali<sup>2</sup>, gli investitori professionali<sup>3</sup> e gli investitori retail in possesso di uno specifico grado di esperienza e competenza<sup>4</sup>. Proprio per tale motivo – ovvero sia in quanto il fondo ha la finalità di raccogliere il denaro di soggetti in grado di ben comprendere la rischiosità di taluni investimenti e senza necessità di essere garantiti da particolari protezioni – al Fis è consentito di osservare un regime prudenziale più alleggerito e di beneficiare di un livello di sorveglianza meno cogente rispetto a quello richiesto per i fondi tradizionali, pur rimanendo, ben inteso, anch'esso un organismo regolamentato e sottoposto alla vigilanza delle Cssf.

La legge Fis prevede che la domanda di iscrizione nell'apposita lista di questo or-

<sup>1</sup> Il presente articolo rappresenta un'anticipazione di un volume di M. P. Gentili, S. Jannoni, M. Mastrangelo, sul tema delle Sicav, di prossima pubblicazione da Edibank.

<sup>2</sup> Sin dalla precedente legge del 19 luglio 1991, con la definizione di «Investitori istituzionali» si individuavano entità diverse accomunate dal fatto di gestire patrimoni o portafogli di grandi dimensioni: imprese di assicurazione, istituzioni di sicurezza sociale, fondi pensione, gruppi finanziari, istituti di credito, organismi territoriali statali e di investimento collettivo.

<sup>3</sup> Tale qualifica è stata esplicitata, di recente, dalla direttiva 2004/39/Ce (Allegato II); si tratta dei soggetti autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari (enti creditizi, imprese di investimento, imprese di assicurazione, società di gestione di fondi pensione, organismi di investimento collettivo, ecc.); grandi imprese individuate secondo determinati criteri dimensionali; governi nazionali o regionali o enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico ed enti dedicati alla cartolarizzazione.

<sup>4</sup> Vale a dire gli investitori che abbiano riconosciuto per

ganismo di investimento collettivo, strutturabile con la forma contrattuale di fondo comune di investimento o societaria di Sicav, vada proposta alla Cssf, anche entro il mese successivo alla data di costituzione del veicolo, da parte di un promotore, la cui solidità patrimoniale non è indagata dalla predetta autorità di vigilanza (come avviene, invece, per il lancio di fondi armonizzati).

La domanda viene accolta subordinatamente alla verifica della legalità dei documenti costitutivi e di offerta (offering memorandum), dell' idoneità della banca depositaria sia nel custodire e sorvegliare efficacemente gli attivi del fondo, sia nel garantire esperienza e professionalità in capo ai suoi dirigenti, dell' adeguatezza della società di revisione e dell' esperienza e professionalità degli esponenti del Fis.

È, poi, largamente demandata all' autonomia del promotore la decisione di alcuni importanti contenuti dei documenti costitutivi o di offerta del Fis. Di seguito si vedrà come, mentre per alcuni aspetti il rispetto delle disposizioni della legge Fis dovrà essere inderogabile (forma legale del veicolo, capitale, tipologia di clientela), viceversa, per altri aspetti centrali, una notevole libertà del promotore sarà pur sempre assicurata (riguardo a strategie di investimento, modalità di calcolo del Nav, emissione e rimborso delle azioni).

La legge Fis impone che, se strutturato in forma societaria (Sicav), il Fis sia un' entità avente sede legale e amministrazione centrale in Lussemburgo costituita, a scelta del promotore, come società anonima, società in accomandita, società cooperativa o società a responsabilità limitata. Il Fis può essere organizzato sia come veicolo monotematico sia come veicolo multicomparto e può essere autorizzato a investire in qualsivoglia tipologia di beni (ad oggi sono conosciuti Fis di tipo hedge, Fis dedicati a investimenti in beni particolarmente attraenti per i clienti del private banking quali beni di lusso, arte, gioielleria, vini di pregio, risorse ambientali, energia rinnovabile, tecnologie pulite, risorse naturali, prodotti agricoli e trasporti, microfinanza). È altresì consentita la creazione di classi di azioni.

Il capitale minimo (se la struttura è societaria) o l' attivo da sottoporre a gestione (se, contrariamente, la struttura è contrattualistica) non può per disposizione normativa esse-

re inferiore a 1.250.000 euro, da versarsi o raccogliere nel termine di dodici mesi dal rilascio dell' autorizzazione da parte della Cssf. Le azioni di una Sicav-Fis devono, inoltre, essere liberate nella misura minima del 5% del capitale stesso.

Ai documenti del fondo è affidata la determinazione di periodicità, modalità di calcolo e comunicazione del Nav, che sono anch' esse liberamente definibili. Ovviamente, nell' individuazione del criterio di calcolo del Nav si dovrà opportunamente tenere in considerazione che esso non potrà prescindere dal rispetto del principio di fair value.

Anche le operazioni di emissione e di rimborso delle azioni possono essere effettuate dal Fis sulla base della sola regolamentazione stabilita ab origine e senza che la legge imponga un preciso vincolo, neppure in tema di determinazione del prezzo. Conseguentemente il Fis potrà provvedere alle operazioni di emissione o rimborso di azioni a prezzi predefiniti oppure a sconto o a premio rispetto al valore del proprio patrimonio netto.

## 2 L' attrattiva del Fis

L' interesse che il Fis ha suscitato sin dal suo esordio risiede soprattutto nel fatto che la legge Fis non limita in maniera coercitiva la scelta della politica e della strategia di investimento, fissando esclusivamente un generico rispetto dell' obbligo di diversificazione, volto al contenimento del rischio di investimento, né ad oggi impone qualificati e rigidi presidi di monitoraggio dei rischi finanziari connessi alle posizioni detenute in portafoglio (le unità di risk management).

In assenza di una precisa ratio quantitativa, il moderato principio di diversificazione proposto dalla legge è stato, successivamente, approfondito dalla Cssf che, con la circolare n. 07 del 3 agosto 2007, ha stabilito: a) che il Fis non possa investire oltre il 30% delle proprie attività in titoli della stessa natura, rilasciati dallo stesso emittente<sup>5</sup>; b) che le vendite allo scoperto non possano avere come conseguenza che l' organismo detenga una posizione scoperta su titoli della stessa natura, emessi da uno stesso emittente, in misura superiore al 30% delle proprie attività; c) che nell' utilizzo di strumenti finanziari derivati, il Fis debba garantire, at-

iscritto la propria adeguata competenza e contestualmente abbiano investito almeno 125.000 euro in Fis oppure che siano in possesso di una certificazione che attesti il predetto status, rilasciata da un istituto di credito, da un' impresa di investimento o una società di gestione lussemburghese.

<sup>5</sup> Tale limite del 30% non è, tuttavia, applicabile: a) agli investimenti in titoli emessi o garantiti da uno Stato membro dell' Ocse o dai suoi enti locali o dalle istituzioni e organismi sovranazionali a carattere comunitario, regionale o mondiale; b) agli investimenti in organismi d' investimento collettivo che sono soggetti ad obblighi di diversificazione del rischio equivalenti a quelli previsti per il Fis.

traverso una diversificazione appropriata degli attivi sottostanti, un livello di ripartizione dei rischi simile a quello applicabile in caso di investimenti diretti (vale a dire con il limite del 30%); d) che il rischio di controparte in un'operazione su derivati Otc debba essere limitato avuto riguardo alla qualità e alla qualifica della controparte.

Emanate tali linee di principio, la Cssf, tuttavia, si riserva la facoltà di imporre ulteriori cautele o, al contrario, di derogare ai suddetti principi di ripartizione dei rischi, a seconda delle fattispecie portate alla sua attenzione nell'ambito dei dossier di autorizzazione che le verranno di volta in volta sottoposti.

Per ciò che concerne, poi, lo specifico aspetto dell'attività di gestione del portafoglio del veicolo, quanto alla Sicav – Fis, essa potrà essere assunta dal suo consiglio di amministrazione, mentre nel caso di un Fondo-Fis, essa potrà essere assunta da una società di gestione lussemburghese, disciplinata dal capitolo 13 o capitolo 14 della legge 20 dicembre 2002<sup>6</sup>. Resta comunque ferma l'ulteriore possibilità, in capo al soggetto deputato alla gestione del portafoglio del Fis di affidare, a mezzo di apposita delega, l'assunzione di specifiche scelte di gestione a intermediari abilitati terzi, anche non lussemburghesi.

Si è detto che, nell'ambito del completamento della procedura di autorizzazione, la Cssf è tenuta a verificare l'idoneità di determinati soggetti e, quindi, ad approvare sia la società di revisione lussemburghese, che è tenuta alla certificazione del rendiconto finanziario annuale del Fis, sia la banca depositaria, sia i suoi dirigenti e quelli dello stesso Fis.

In particolare, relativamente all'attività di banca depositaria, la legge Fis prescrive che la custodia degli attivi del veicolo debba essere affidata ad un istituto di credito lussemburghese (oppure comunitario, ma con stabile organizzazione in Lussemburgo) disciplinato dalla legge del 5 aprile 1993 sul settore finanziario.

Il mandato alla depositaria di un Fis si compone, in particolare, dell'affidamento delle funzioni di conservazione degli attivi (delegabile, poi, a subdepositarie sotto la responsabilità della delegante principale) e di loro sorveglianza (quest'ultima attività, invece, non delegabile a terzi), che si con-

cretizza nell'onere di conoscere, in ogni momento, il luogo e le modalità secondo le quali tali attivi vengono custoditi.

In buona sostanza, le obbligazioni di una banca depositaria incaricata della custodia degli attivi di un Fis sono le medesime previste per una Sicav armonizzata, fatta salva la possibilità di non attribuire ad essa le ulteriori funzioni di controllo di legalità e di regolarità che sono, viceversa, tipicamente proprie della banca depositaria di organismi di investimento armonizzati.

### 3 Il prime broker

Come prevedibile, la legge Fis è stata accolta con grande entusiasmo e utilizzata in special modo per creare veicoli di tipo hedge, i quali necessitano<sup>7</sup>, assai spesso, di avvalersi di un particolare service provider — il prime broker — specializzato non solo nella prestazione di servizi di custodia degli asset, ma anche di specifici servizi di supporto quali: l'esecuzione delle transazioni e delle operazioni di compensazione, la realizzazione del deposito dei margini di garanzia, il rilascio di linee di credito per finanziarie gli scoperti, l'intervento nelle operazioni di prestito<sup>8</sup>.

In considerazione di ciò, la Cssf ha emanato la circolare n. 08/372, che chiarisce nel dettaglio il ruolo che tale soggetto deve assolvere nonché i rapporti che esso deve obbligatoriamente intrattenere con la banca depositaria<sup>9</sup>, la quale — lo si ricorda — rimane il soggetto in ultima istanza responsabile della sorveglianza sugli attivi della Sicav. Della sussistenza di un accordo di prime brokerage, e dei peculiari rischi<sup>10</sup> connessi a tale accordo, deve essere data opportuna comunicazione nel documento di offerta della Sicav.

Al prime broker, pertanto, possono essere affidati determinati servizi, ma a condizione che sia garantito e mantenuto quel particolare esercizio di supervisione che la legge attribuisce alla depositaria. Per dare pratica attuazione a tale disposizione, la Cssf richiede che la depositaria accetti formalmente<sup>11</sup> la nomina del prime broker effettuata dalla Sicav, dopo essersi accertata che esso sia un'istituzione finanziaria specializzata per questo tipo di operazioni e soggetta al controllo di un'autorità di vigilanza riconosciuta.

<sup>6</sup> Le società di gestione disciplinate dal capitolo 13 della legge 20 dicembre 2002 si caratterizzano, rispetto a quelle disciplinate dal capitolo 14, per il fatto che ad esse è fatto l'obbligo di gestire almeno un organismo di investimento collettivo armonizzato (i.e. fondi o Sicav disciplinati dalla parte I della medesima legge), mentre la gestione di organismi non armonizzati (Fis inclusi) potrà rappresentare soltanto un'attività eventuale e aggiuntiva. Si tratta delle società di gestione armonizzate, dotate del passaporto europeo e, proprio per questo, gravate dai maggiori oneri organizzativi, strutturali e di capitale imposti dalle direttive comunitarie; le società ex capitolo 14, non gestendo prodotti armonizzati, esulano dall'ambito comunitario, sono prive di passaporto europeo e si possono dotare, pertanto, di una struttura più snella e leggera.

<sup>7</sup> In particolar modo, i fondi *leveraged*, che necessitano di linee di credito e di gestione del collaterale per realizzare e sostenere le operazioni di vendita allo scoperto di titoli.

<sup>8</sup> Il beneficio operativo derivante all'*hedge fund* dalla stipulazione di un contratto di *prime brokerage* è quello di poter ricevere un servizio centralizzato di compensazione degli strumenti finanziari, oltre al fatto di poter usufruire di un sistema di garanzie compensate dalle transazioni eseguite per il tramite del prime broker stesso. Sono tipicamente compresi nel pacchetto di *brokerage*: il servizio di custodia globale (che include il servizio di compensazione, la custodia e l'*asset servicing*), il prestito titoli, il finanziamento (al fine di consentire il *leverage* sugli attivi), la prestazione di servizi di

Oltre alla supervisione sull'idoneità del prime broker, la circolare 08/372 impone alla banca depositaria di essere a conoscenza, in ogni momento, in merito alla composizione e alle modalità di investimento della Sicav, riservandosi la facoltà di intervenire sugli attivi affidati al prime broker, nell'eventualità in cui essa ritenga di non essere più in grado di esercitare il suo compito di supervisione.

Ovviamente tutte queste specifiche cautele sono state anche introdotte tenendo in debita considerazione il particolare e delicato momento storico nel corso del quale la normativa sui Fis è venuta alla luce (a partire dal secondo semestre del 2008, notevole è stato il riflesso del caso Madoff sulle piazze europee, in relazione alle attività e alle responsabilità tipiche della banca depositaria).

Una volta conseguita l'iscrizione nella lista tenuta presso la Cssf, il Fis può seguire a svolgere i suoi servizi solo nel caso in cui osservi puntualmente il rispetto di tutte le disposizioni legislative, regolamentari e contrattuali relative alla sua organizzazione e al suo funzionamento. A tal fine, la Cssf svolge un controllo continuativo sul fondo, che viene messo in pratica essenzialmente mediante la verifica del documento di offerta, opportunamente mantenuto aggiornato, del rendiconto finanziario annuale e delle segnalazioni statistico-finanziarie mensili e annuali, dettagliate nella circolare Cssf n. 07/310.

#### **4 Lo sviluppo del Fis in Italia**

La generale attrattiva del Fis (ad oggi, ne sono stati lanciati oltre 1000 in tre anni) presso la clientela italiana potrebbe a breve aumentare grazie al fatto che (a differenza di quanto previsto per gli investimenti in fondi offshore) i proventi generati dalla partecipazione a tale veicolo di investimento saranno omologati a quelli risultanti dall'investimento effettuato in parti di fondi armonizzati.

La norma, inizialmente contenuta in un decreto legge di settembre 2009, è stata successivamente stralciata per essere con tutta probabilità inserita in un diverso provvedimento

non pare, infatti, vi siano dubbi sulla prossima adozione di una simile disposizione, dal momento che questa riguardava una procedura d'infrazione avviata dalla Commissione europea nel 2008 nei confronti dell'Italia.

Pertanto, i proventi dei fondi comuni di investimento non armonizzati istituiti in uno degli Stati dell'Unione Europea saranno presto assoggettati ad una ritenuta del 12,5%, che sarà applicata a titolo di acconto, nei confronti delle imprese commerciali e, a titolo d'imposta, nei confronti delle persone fisiche e degli enti non commerciali.

La convenienza fiscale di un investimento in Fis si sposterà, inoltre, col fatto che, il sottoscrittore-persona fisica non sarà più tenuto a indicare, nella propria dichiarazione dei redditi, il provento rinveniente dalla partecipazione al fondo, in quanto la citata ritenuta sarà applicata da parte dell'intermediario finanziario residente, incaricato, a seconda dei casi, del pagamento del provento o del riacquisto o negoziazione delle quote del fondo (o azioni della Sicav).

L'interesse nei confronti del Fis da parte di investitori italiani – sia per un eventuale investimento diretto, sia per il tramite di gestioni di portafogli – potrà inoltre essere incentivato attraverso l'organizzazione di schemi di commercializzazione in loco, previa richiesta da parte del Fis, alle Autorità di vigilanza italiane (Banca d'Italia e Consob), dell'autorizzazione alla distribuzione in Italia. Ipotesi, invero, già verificate, per la prima volta, nel corso del corrente anno.

In conclusione, il riconoscimento dell'efficienza del Fis sotto numerosi punti di vista, oltre alla sua attesa maggior facilità di distribuzione all'interno dei confini europei, incentiverà non solo la creazione di nuovi fondi, ma anche la ridomiciliazione nel Granducato del Lussemburgo di fondi a suo tempo costituiti in alcune giurisdizioni offshore, in quanto le caratteristiche del veicolo lussemburghese consentiranno al promotore di non stravolgere le strategie già esistenti e venire incontro alla domanda di trasparenza e di una mitigata ma pur sempre autorevole sorveglianza, oggi avanzata da clientela e istituzioni. ■

reportistica ad hoc sul portafoglio e il supporto operativo (il prime broker agisce come controparte operativa principale dell'hedge fund nei confronti dei broker delle controparti). Un hedge fund può dare ordini di transazione a qualunque broker a sua scelta: non c'è obbligo di concentrare tutte le transazioni attraverso il prime broker anche se, nella pratica, gli altri broker che non siano anche prime broker, cederanno gli scambi al prime broker per il *settlement* delle transazioni stesse (cfr: Dusemon, Partsch, «Prime Broker: toward a new framework of relationships for specialised investment funds» in *Luxembourg Fund Review*, n. 1, settembre 2008).

9 Contrariamente a quanto avviene in altre giurisdizioni nelle quali il prime broker può assolvere anche ai compiti di custodia degli asset, in Lussemburgo una banca

depositaria che curi tale specifica attività deve pur sempre essere nominata e affiancata al prime broker.

10 Quale il rischio di controparte.

11 L'accettazione della banca depositaria in relazione alla scelta del prime broker può essere espressa (i) affiancando la banca depositaria come parte al contratto di prime broker, che diventa quindi un contratto trilaterale tra Fis, Prime Broker e banca depositaria, oppure (ii) separatamente, tramite, ad esempio, una lettera di accettazione inviata dalla banca depositaria al Fis (cfr: Niedner, Kass, «Enhancement of the regulatory framework relating to the appoint of a prime broker by Luxembourg specialised investment funds», in *Luxembourg Fund Review*, n. 1, settembre 2008).