

Le Sicav eterogestite di diritto italiano: una nuova opportunità?

Ad alcuni mesi dall'emanazione del regolamento della Banca d'Italia in materia di gestione collettiva del risparmio, gli operatori del settore finanziario stanno valutando le opportunità offerte dalla nuova normativa in termini di nuove soluzioni per la creazione di prodotti e veicoli in grado di rispondere a esigenze di esperienza e convenienza. In tema di organizzazione del veicolo, in particolare, ciò che risulta rinnovato è la disciplina relativa all'organizzazione strutturale della Sicav, in quanto è previsto che in alternativa alle Sicav già a suo tempo disciplinate (autogestite) è ora possibile costituire Sicav eterogestite, le quali, grazie alla maggiore snellezza della loro organizzazione e al ridotto ammontare del capitale minimo per l'autorizzazione, rappresentano un prodotto molto più simile al concetto di fondo comune di investimento inteso come patrimonio separato.

Massimo Paolo Gentili
Tmf, Garlati & Gentili

Ad alcuni mesi di distanza dall'emanazione del regolamento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 in materia di gestione collettiva del risparmio¹, con il quale sono state attuate anche in Italia le disposizioni delle direttive relative agli organismi di investimento collettivo (direttive Ucits III), gli operatori del settore finanziario stanno valutando le opportunità offerte dalla nuova normativa. Trascorso, infatti, un periodo di comprensione e di assimilazione del testo regolamentare, i cui contenuti hanno dato finalmente concretezza alle norme primarie – di recepimento delle suddette direttive – inserite nel Testo Unico dell'intermediazione finanziaria² già nell'agosto 2003³, si prospettano agli operatori italiani nuove soluzioni per la creazione di prodotti e veicoli in grado di rispondere alle esigenze di efficienza e di convenienza, sia per gli stessi promotori e gestori che per i risparmiatori.

Le nuove norme, infatti, impattano non solo sulla composizione del prodotto⁴ che si apre a nuove tipologie di investimenti e diventa quindi sempre più sofisticato, ma anche sull'organizzazione del veicolo⁵.

In particolare, mentre per quanto riguarda le società di gestione del risparmio (Sgr) il recepimento delle direttive Ucits III non ha introdotto in Italia elementi particolarmente innovativi – basti pensare che già in precedenza la Sgr poteva prestare sia l'attività di gestione collettiva del rispar-

mio, sia il servizio di gestione individuale e che doveva dotarsi di una struttura organizzativa di un certo livello da sottoporre al benessere della Banca d'Italia – ciò che invece risulta rinnovata è la disciplina relativa all'organizzazione strutturale delle Sicav, vale a dire le Società di investimento a capitale variabile: infatti, in alternativa alle Sicav già a suo tempo disciplinate e oggi chiamate Sicav «autogestite» è ora possibile costituire Sicav «eterogestite», che sono tali proprio in quanto designano esternamente una Sgr o una società di gestione armonizzata per la gestione dell'intero proprio patrimonio⁶.

Nonostante siano state introdotte nel nostro ordinamento già a partire dal 1992⁷, le Sicav del tipo «autogestite» non sono riuscite, per vari motivi, ad affascinare e ad attrarre il mondo finanziario italiano: valutazioni di vario genere, non si pensi soltanto fiscali, hanno infatti spinto sino ad ora i promotori di organismi di investimento collettivo del risparmio a costituire in territorio italiano società di gestione del risparmio piuttosto che Sicav, le quali, invece, hanno trovato terreno molto fertile in altri paesi europei, in primis il Lussemburgo⁸ e l'Irlanda. La questione, si diceva, non è puramente fiscale: pur non potendosi negare che tale argomento abbia sempre avuto una sua attrattiva, anche il confronto tra la normativa italiana e quella dei summenzionati paesi in tema di ammini-

¹ Pubblicato in *Gazzetta Ufficiale* n. 109, *Suppl. Ord.* n. 88 del 12 maggio 2005.

² D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni.

³ D. lgs. 1 agosto 2003, n. 274.

⁴ Recepimento della direttiva Ucits III n. 2001/108/Ce del 21 gennaio 2002 (c.d. direttiva Prodotto)

⁵ Recepimento della direttiva Ucits III n. 2001/107/Ce del 21 gennaio 2002 (c.d. direttiva Gestore)

⁶ In realtà, l'aggettivo «eterogestita» non esiste nel Testo Unico dell'Intermediazione finanziaria, il cui articolo 43-bis è relativo alle «Sicav che designano una Sgr o società di gestione ar-

monizzata»; tale tipologia di Sicav è invece chiamata «Sicav eterogestita» dal Regolamento della Banca d'Italia 14 aprile 2005, che la definisce (Titoli I, par. 1, n. 33): «La Sicav che designa una Sgr o società di gestione armonizzata per la gestione dell'intero patrimonio della Sicav medesima secondo quanto previsto dall'art. 43-bis del Tuf».

⁷ D.lgs. 25 gennaio 1992, n. 84.

⁸ Per ulteriori approfondimenti sulle Sicav Lussemburghesi si veda Cap. 9, «La valutazione delle Sicav lussemburghesi», in Roberto Moro Visconti, Massimo Paolo Gentili, *Come valutare gli intermediari finanziari*, Edibank, Milano, 2005.

strazione e controlli delle Sicav, nel periodo ante Ucits III, ha fatto pendere la bilancia a favore di questi ultimi paesi; essi, infatti, offrivano la possibilità di costruire Sicav focalizzate più sul prodotto che sui requisiti di capitale, organizzazione e controllo, il che si traduceva in una semplificazione della procedura autorizzativa avanti le rispettive autorità di vigilanza e in un abbattimento dei costi di costituzione e di funzionamento della società.

Più articolata era invece la relativa disciplina in Italia, dove, ben prima dell'implementazione delle direttive Ucits III, l'allora vigente regolamento della Banca d'Italia imponeva alle Sicav, parimenti alle Sgr, una serie di requisiti piuttosto gravosi attinenti al capitale sociale⁹, all'organizzazione amministrativa e contabile e ai controlli interni: il rigore normativo italiano ha reso più allettante la prospettiva di recarsi all'estero per costituire Sicav o, in alternativa, a parità di rigore dei requisiti autorizzativi, di costituire in Italia società di gestione. La Sgr, infatti, da un lato presenta il vantaggio di non avere il vincolo dell'esclusività dell'oggetto sociale, potendo essa esercitare oltre alla gestione collettiva, anche il servizio di gestione individuale e i servizi accessori¹⁰; dall'altro consente ai soci della Sgr di mantenere un controllo diretto sulle vicende societarie della Sgr stessa. Al contrario, nelle Sicav, l'azionariato diffuso e l'assunzione della qualifica di soci in capo agli stessi risparmiatori mediante l'investimento nel patrimonio della società determinano un incremento del capitale sociale riducendo progressivamente la partecipazione e, di conseguenza, il peso dei soci promotori in seno al veicolo.

Conseguentemente, risultano oggi registrate in Italia numerose Sgr (per l'esattezza, 176) e solo 3 Sicav¹¹; in Lussemburgo, le Sicav attualmente iscritte nei registri della Commission de Surveillance de Secteur Financier sono complessivamente 881¹².

Si possono tuttavia intravedere buone prospettive di sviluppo del mercato delle Sicav di diritto italiano con riferimento, in particolare, alla novità rappresentata dalle società di investimento eterogestite; al contrario, non ci si può ragionevolmente attendere un incremento del numero di richieste di autorizzazione alla costituzione di Sicav autogestite, che erano già regolamentate – ed evidentemente non ap-

prezzate – nel nostro Paese prima ancora che l'Unione europea emanasse le direttive Ucits III.

Vale pertanto la pena di approfondire il tema delle Sicav eterogestite le quali – nell'ambito dell'ampia nozione di organismo di investimento collettivo del risparmio – pur essendo delle strutture societarie a tutti gli effetti, grazie alla maggiore snellezza della loro organizzazione e al ridotto ammontare del capitale minimo per l'autorizzazione, rappresentano oggi un prodotto molto più simile al concetto di fondo comune di investimento inteso come patrimonio separato.

La peculiarità delle Sicav eterogestite è quella di designare – già in sede di atto costitutivo/statuto – una società di gestione del risparmio o, addirittura (quantomeno a livello normativo), una società di gestione estera, purché armonizzata, per la gestione dell'intero patrimonio della Sicav. In un certo senso, nelle Sicav eterogestite viene meno la funzione gestoria e, con essa, la relativa responsabilità e alcuni dei requisiti di capitale, organizzazione e controllo ad essa riferibili, i quali dovranno essere posseduti dalla società designata. Non si tratta di una semplice delega di gestione, istituito questo già noto al nostro ordinamento e che non spoglia il soggetto delegante di alcuna responsabilità, bensì di una vera e propria designazione che, come si accennava sopra, dovrà essere effettuata in sede statutaria: a tale proposito, il Testo Unico sull'intermediazione finanziaria¹³ prescrive che lo statuto della Sicav preveda l'affidamento della gestione dell'intero patrimonio a una Sgr o società di gestione armonizzata, con altresì l'indicazione della società designata. La Banca d'Italia, nella descrizione della procedura autorizzativa, richiede inoltre che alla domanda di autorizzazione sia allegata la dichiarazione di accettazione dell'incarico da parte della società di gestione¹⁴.

La stessa società designata sarà oggetto di valutazione da parte della Banca d'Italia, che potrà negare l'autorizzazione alla Sicav eterogestita nel caso in cui la situazione tecnica o organizzativa della Sgr non assicuri la capacità di quest'ultima di gestire il patrimonio della Sicav nell'interesse dei partecipanti¹⁵.

Interessante potrebbe essere anche la prospettiva di designare per la gestione del patrimonio una società di gestione

⁹ Per l'autorizzazione alla costituzione di una Sicav di diritto italiano, il Regolamento della Banca d'Italia 1 luglio 1998, in vigore fino al maggio 2005, prevedeva (e prevede tutt'ora per le autogestite) come requisito di capitale minimo euro 1 milione contro – ad esempio – euro 31.000 che erano richiesti per la costituzione di una Sicav di diritto lussemburghese (fermo restando, tuttavia, l'obbligo per queste ultime di raggiungere un ammontare ben più elevato entro i 6 mesi successivi all'autorizzazione).

¹⁰ La prestazione del servizio di gestione individuale era invece preclusa alle società di gestione lussemburghesi, il cui oggetto sociale doveva restare limitato alla gestione collettiva del risparmio: ciò sino all'entrata in vigore della legge 20 dicembre 2002, avvenuta il 1 gennaio 2003, legge con la quale il Lussemburgo ha recepito le direttive Ucits III, consentendo alle società di gestione disciplinate dal cap. 13 della stessa legge di prestare, in aggiunta al-

la gestione di fondi comuni di investimento, anche la gestione individuale e i servizi accessori della consulenza in strumenti finanziari e di amministrazione e custodia di quote di Oicr.

¹¹ Fonte dei dati: Banca d'Italia (aggiornamento al 31 ottobre 2005).

¹² Fonte: Commission de Surveillance du Sector Financier (aggiornamento gennaio 2006).

¹³ Art 43-bis inserito con d.lgs. n. 274 del 1 agosto 2003.

¹⁴ Provvedimento Banca d'Italia 14 aprile 2005, Titolo III, Capitolo I, Sezione III.

¹⁵ Si veda la nota che precede.

rientrante nella giurisdizione di un altro Stato membro dell'Unione europea, purché si tratti di una società armonizzata, vale a dire – secondo la definizione data dal Tuf – una «società con sede legale e direzione generale in uno Stato membro diverso dall'Italia, autorizzata ai sensi della direttiva in materia di organismi di investimento collettivo, a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio». Tale possibilità è subordinata all'esistenza di intese di collaborazione con le autorità competenti dello Stato di origine della società di gestione al fine di assicurare l'effettiva vigilanza sulla gestione del patrimonio della Sicav. Per quanto la normativa lo preveda, tuttavia è da verificare l'effettiva praticabilità di questa strada, soprattutto in considerazione dell'orientamento negativo adottato – in questa fase transitoria di graduale implementazione delle direttive Ucits III in tutti gli Stati membri – del Committee of European Securities Regulators (Cesr), il comitato sovranazionale che riunisce le autorità di vigilanza e regolamentari dei paesi membri dell'Unione europea. Nelle proprie linee guida relative alle disposizioni transitorie delle direttive Ucits III, datate febbraio 2005, tale organismo ha manifestato l'intenzione degli Stati membri di consentire – per il momento¹⁶ – alle società di investimento di tipo aperto di designare soltanto una società di gestione appartenente alla medesima giurisdizione. Si può ipotizzare tuttavia che tale orientamento abbia soltanto uno scopo cautelativo riservato al primo periodo di attuazione delle direttive, lasciando intravedere per il futuro un'apertura alla designazione di una società di gestione armonizzata, una volta conseguito il risultato dell'integrazione tra le normative dei diversi Stati membri.

In ogni caso, anche senza guardare alle prospettive di designazione di gestori esteri e limitandosi alle possibilità offerte entro i confini del mercato italiano, sono già di tutta evidenza le opportunità che si presentano e che rendono particolarmente interessante la struttura eterogestita. Innanzitutto, perché in Italia si assiste a un progressivo processo di razionalizzazione dell'industria del risparmio gestito – anche per effetto del processo di concentrazione del sistema bancario – e in tale contesto molti player del mercato finanziario stanno valutando la possibilità di abbandonare l'attività di gestione per

concentrarsi su altri aspetti altrettanto importanti, per le quali è richiesta competenza e abilità: si considerino, ad esempio, i benefici che potranno trarre dalla possibilità di costituire società eterogestite quei promoter che presentano un grosso potenziale commerciale, in termini di clientela e di business, e che proprio per tale motivo potrebbero prediligere la cura degli aspetti relativi alla corporate governance, al risk management, alla gestione dei rapporti con la clientela e alla distribuzione diretta¹⁷ del prodotto Sicav, piuttosto che alla vera e propria gestione del patrimonio societario.

La maggiore agilità strutturale della Sicav eterogestita, che, per esempio, in fase di autorizzazione non è tenuta a presentare alla Banca d'Italia alcun programma di attività e non è soggetta alle verifiche in ordine alla (eventuale) struttura del gruppo della Sicav stessa, e il ridotto ammontare del capitale sociale minimo, pari a euro 120.000 (come per qualsiasi società per azioni), contro un milione di euro previsto per le Sicav autogestite, rendono il confezionamento di tale prodotto particolarmente appetibile. Non si trascuri inoltre che, a differenza delle Sicav di diritto lussemburghese, la normativa italiana non subordina l'autorizzazione della Sicav alla presenza del promoter, vale a dire di quel soggetto dotato di competenza, esperienza e di mezzi economici (almeno 5 milioni di euro, secondo la prassi della Cssf) sufficienti a garantire che la Sicav sia in grado di rispondere delle proprie irregolarità o inadempienze¹⁸.

Né può rappresentare un ostacolo alla libertà e all'intraprendenza del promoter il vincolo rappresentato dalla designazione statutaria della società di gestione: lo statuto è pur sempre modificabile e, seppur vero che gli azionisti della Sicav sono tutti gli investitori che saranno convocati all'assemblea e chiamati a esprimere il proprio voto sulle vicende societarie, è altresì vero che le norme in tema di assemblea delle Sicav non sono particolarmente rigorose: infatti, in deroga alla disciplina generale dettata dal codice civile per le società per azioni, il Tuf prevede che l'assemblea straordinaria in seconda convocazione sia regolarmente costituita e possa validamente deliberare qualunque sia la parte del capitale sociale intervenuta¹⁹. Resta inteso, in ogni caso, che la modifica dello statuto deve essere approvata anche dalla Banca d'I-

¹⁶ «For the time being», è l'espressione usata nelle summenzionate linee guida.

¹⁷ La Consob, con comunicazione n. DI/99006372 del 21 gennaio 1999, interpretando l'art 55 della propria Delibera n. 11522/98, ha precisato che «il collocamento diretto di quote o azioni da parte di gestori collettivi può essere svolto da parte di Sgr, con riferimento alle quote di fondi comuni di investimento dalle stesse emessi o agli Oicr (quote di fondi o azioni di Sicav) dalle stesse gestiti, e da parte delle Sicav, con riferimento alle azioni di propria emissione».

¹⁸ Resta inteso, tuttavia, che per il rilascio dell'autorizzazione la Banca d'Italia dovrà valutare l'idoneità dei partecipanti al capitale (inizialmente i soci fondatori) di assicurare una gestione sana e prudente, negando l'autorizzazione in caso contrario; a tal fine rilevano i requisiti di onorabilità, la correttezza nelle relazioni d'affari e la loro situazione finanziaria, nonché l'esistenza di legami di qualsiasi natura – familiari o associativi – con soggetti capaci di influire sulla sana e prudente gestione del veicolo.

¹⁹ Art. 46, comma 1, d.lgs. n. 58/98.

talia²⁰, cui la deliberazione deve essere inviata entro quindici giorni dalla data di svolgimento dell'assemblea.

Non si trascuri, infine, che in un futuro non troppo lontano potrebbe mutare il trattamento fiscale degli Oicr di diritto italiano e il legislatore potrebbe uniformare la tassazione di questi ultimi, finora eccessivamente penalizzante, a quella prevista per i fondi esteri. Attualmente, l'imposta del 12,5% sulle plusvalenze e sui proventi dei fondi e delle Sicav è applicata per cassa – quindi al momento del rimborso delle quote – nei confronti dei prodotti esteri e per competenza – quindi giorno per giorno – nei confronti dei prodotti di diritto italiano²¹. Era già stata a suo tempo preannunciata una

riforma fiscale che doveva prevedere la tassazione per cassa anche per i fondi di diritto italiano (senz'altro preferibile rispetto alla tassazione giorno per giorno, che ha come conseguenza che il valore della quota sia espresso al netto delle imposizioni) e l'unificazione delle ritenute sui diversi impieghi del risparmio. È auspicabile quindi che venga attuata al più presto l'annunciata uniformazione della disciplina fiscale di cui si va discutendo da tempo, poiché questo potrebbe contribuire, unitamente alle soluzioni regolamentari illustrate sopra, a frenare la fuga all'estero dei promotori italiani di Sicav oppure a far rientrare coloro che hanno lanciato prodotti estero-vestiti. ■

²⁰ Art. 47 d.lgs. n. 58/98; la delibera si intende approvata quando il provvedimento di diniego della Banca d'Italia non sia stato adottato entro quattro mesi dalla presentazione della domanda.

²¹ Per ulteriori approfondimenti si veda Massimo Paolo Gentili, «Disciplina e fiscalità delle Sicav lussemburghesi e italiane» in *Il Sole 24 ore* – Forum Fiscale (n. 9 - Settembre 2005), pag. 64 e ss.