

Con gli specializzati scacco matto ai fondi offshore

Devono però essere riservati unicamente a investitori istituzionali e a tutti quelli con un'adeguata competenza

di Massimo Paolo Gentili e Sante Jannoni

I due esperti

Massimo Paolo Gentili

Fondatore dello studio professionale Garlati Gentili & Partners, associato con il gruppo Tmf, specializzato in servizi di consulenza regolamentare, fiscale e societaria. Ricopre cariche in organi societari di intermediari finanziari italiani e lussemburghesi. Autore di numerose pubblicazioni, tra cui i libri "Come valutare gli intermediari finanziari" e "I gestori del risparmio: regole essenziali" (Bancaria Editrice).

Sante Jannoni

Avvocato specializzato in diritto degli intermediari finanziari in ambito italiano e lussemburghese, collabora dal Lussemburgo con il gruppo Tmf e ricopre cariche all'interno di sicav e società di gestione di diritto lussemburghese.

La prossima emanazione della legge lussemburghese sui fondi specializzati (i *Fond d'Investissement spécialisés*, in breve *Fis*), che verrà promulgata nel corso del mese di febbraio 2007 sulla base del progetto n. 5616 del 5 ottobre 2006, e sulla quale già diversi commenti sono stati sviluppati, offre l'occasione per un panoramico raffronto tra questi veicoli, che prevedibilmente convoglieranno varie forme di gestioni collettive europee di tipo alternativo, e alcuni altri schemi di investimento collettivo adottati nelle principali giurisdizioni offshore d'oltreoceano: le British Virgin Islands (Bvi) e le Cayman Islands. Una comparazione e una valutazione dei rispettivi caratteri dei veicoli d'oltreoceano e del nuovo fondo specializzato di diritto lussemburghese assume carattere di particolare interesse, in considerazione del fatto che, in un momento storico di massima espansione dell'industria degli investimenti alternativi, la sussistenza di veicoli hedge sottoposti ad Autorità di vigilanza riconosciute può rappresentare momento di preferenza rispetto all'investimento rivolto verso veicoli vigilati da Autorità esotiche, e in particolare i fondi di fondi.

Nelle **British Virgin Islands** e nelle **Cayman Islands** sono, a oggi, attivi rispettivamente circa 4.000 e circa 8.000 organismi di investimento collettivo. A ricorrere a una soluzione organizzativa offshore in tali località non sono stati solo i promotori statunitensi, spinti dalla necessità di minimizzare obblighi e oneri regolamentari e fiscali, ma anche soggetti europei non appartenenti al sistema giuridico di *common law*, i quali, se da un lato potevano avvalersi della vantaggiosa flessibilità di tali giurisdizioni, dall'altro lato dovevano soffrire qualche disagio in più rispetto ai promotori statunitensi

o anglosassoni, in considerazione della minor correlazione tra la propria giurisdizione onshore e quella di domicilio del fondo e della maggior distanza del proprio paese d'origine.

Nelle British Virgin Island, tra le tre tipologie di fondi regolamentate dal Mutual Funds Act 1996, maggiore interesse hanno riscontrato i *public fund* in quanto, unici in possesso di un certificato di registrazione e non di mero riconoscimento, sono i soli a poter offrire le proprie parti alla generalità degli investitori; diversamente, i *private fund* e i *professional fund* sono per legge tenuti a limitare la cerchia della propria clientela (i *private fund* possono vendere le proprie azioni su base privata o a non più di 50 investitori; i *professional fund* possono accettare l'investimento di soggetti la cui attività è quella di negoziare beni della stessa natura di quelli negoziati dal fondo stesso o di soggetti che abbiano dichiarato di possedere risparmi per più di un milione di dollari). La legge Caymanese (la Mutual Funds Law del 1993, sottoposta a varie revisioni, l'ultima delle quali il 14 novembre 2006) prevede, invece, tre tipi di fondi regolamentati (i c.d. *Licensed Fund*, gli *Administrated Fund* e i *Registered Fund*) e un tipo solo di fondo (gli *Exempted Fund*) che, essendo sottoscrivibile da non più di 15 investitori, è l'unico esonerato dalle previsioni di legge e dall'esecuzione di una procedura autorizzativa di fronte all'Autorità di vigilanza competente (la Cima). In quest'ultima giurisdizione offshore la quasi totalità degli schemi di investimento assume la veste di *Registered Fund*, con adozione di strategie di investimento di tipo hedge. Tali veicoli debbono avere una soglia minima di investimento recentemente innalzata a circa 100 mila dollari e le proprie parti (quote od azioni, a secon-

da della propria struttura giuridica) debbono essere quotate su un mercato borsistico approvato dalla Cima. **In entrambe tali giurisdizioni, il ricorso alla struttura giuridica delle *company*, che prevede compagini societarie a limitata o illimitata responsabilità, è stata la soluzione più praticata**, rispetto alla scelta di configurare il fondo nell'ambito strutturale del *trust*, o a quella della *partnership*. Come si è detto l'opportunità di strutturare un veicolo offshore d'oltreoceano è stata apprezzata dal promotore intenzionato innanzitutto ad adottare politiche e strategie di investimento sofisticate, avvalendosi del fatto che la normativa di riferimento alcun limite pone ai contenuti degli atti costitutivi e regolamenti dei fondi a tale riguardo e, in via ulteriore, determinato alla libera individuazione delle entità cui delegare le funzioni amministrative e gestorie del fondo. Difatti, in entrambi gli ordinamenti non viene strettamente prescritta la necessità di ricorrere a locali fornitori di servizi di amministrazione, custodia e gestione del portafoglio del fondo, essendo delegabili tali funzioni anche all'estero nel rispetto, per ciò che concerne le sole Bvi, che tale Paese appartenga a una giurisdizione riconosciuta dall'Autorità di vigilanza domestica. Sempre in tema di semplificazioni amministrative, si può, infine, menzionare il modesto peso degli obblighi di documentazione nei riguardi dei sottoscrittori, il quale contribuisce notevolmente ad accrescere l'*appeal* dei fondi offshore d'oltre Atlantico. Infatti, tutte le tipologie dei fondi caymanesi e i *public fund* delle Bvi debbono unicamente produrre e mettere a disposizione del pubblico un documento d'offerta, idoneo a fornire un'accurata rappresentazione di tutte le informazioni utili all'investitore per conoscere i propri diritti ed effettuare una decisione di investimento informata, nonché un bilancio finanziario da sottoporre a revisione da parte di riconosciute società di *auditing*. Invero, va per inciso notato che **la recente revisione della normativa caymanese ha apportato qualche onere di vigilanza in più sul settore**, attribuendo all'Autorità di vigilanza locale l'incarico di supervisionare il mercato, anche disponendo ispezioni e inviando perio-

diche relazioni al Governatore, così come imponendo ai revisori di notificare alla Cima eventuali casi di mancato rispetto della legge, nel corso della loro attività di controllo sui fondi caymanesi, che risulterà, comunque, più analitica rispetto al passato. Oltre che per la possibilità di organizzare, con costi contenuti e con oneri di vigilanza non eccessivi, schemi di investimenti privi di rigorose limitazioni alla politica di investimento e alla localizzazione dei service provider, **entrambi i Paesi offshore sono apprezzati per la tempistica della procedura autorizzativa** che può essere completata entro uno o tre giorni e, per ciò che concerne i *professional fund* delle Bvi, può essere intrapresa addirittura 14 giorni dopo l'inizio dello svolgimento dell'attività tipica, da parte del veicolo stesso.

Come anticipato, agli occhi di un promotore europeo, il ricorso alla strutturazione di un organismo di investimento collettivo in tali Paesi non possiede, però, unicamente vantaggi: un'eccessiva deregolamentazione e scarsità di controlli produce indubbiamente sfavore nel momento in cui tale prodotto deve essere visto come oggetto di investimento da parte di terzi e la lontananza del luogo di domicilio del fondo è certamente causa di disagio per la gestione di urgenti questioni e adempimenti vari o di (invero poco probabili ma possibili) contenziosi.

In considerazione di quanto espresso, appare di evidente interesse il nuovo veicolo che è in procinto di essere approntato in Lussemburgo, il quale unisce molti dei vantaggi posseduti dai concorrenti d'oltreoceano ma, in più, possiede caratteri di maggiore familiarità e garanzia per i promotori e gli investitori europei, in quanto creato all'interno di un ordinamento membro della Comunità Europea e di tutte le organizzazioni finalizzate alla creazione di armoniche regolamentazioni sulla prestazione dei servizi finanziari. Il Fis, di cui si fa menzione, risulterà attraente per gli operatori interessati a organizzare uno strumento di semplice gestione e idoneo all'adozione di tutte le strategie di investimento, ivi comprese quelle di tipo alternativo (e di tipo hedge, in particolare), in quanto privo di predefiniti limiti legali in tema di composizione del portafoglio,

nonché caratterizzato da minimali obblighi informativi e di vigilanza. Ovviamente tale libertà e flessibilità trova la sua ragion d'essere nel fatto che l'investimento in tale strumento sarà riservato unicamente a investitori istituzionali, investitori professionali e investitori forniti di un certo grado di esperienza e competenza.

L'innovazione rispetto alla normativa lussemburghese previgente è di notevole evidenza. Innanzitutto fino a ieri i fondi lussemburghesi di tipo alternativo potevano essere rivolti alla generalità dei sottoscrittori (pur nel rispetto dell'obbligo di procedere a una mera offerta privata) a condizione dell'osservanza di alcune regole di diversificazione del rischio e determinate limitazioni agli investimenti e all'uso della leva finanziaria. In via alternativa, essi potevano ottenere deroghe a tali ultimi obblighi da parte della locale autorità di vigilanza (la *Cssf*) nel caso in cui la loro raccolta fosse circoscritta all'investimento di soli investitori istituzionali (imprese di assicurazione, istituzioni di sicurezza sociale, fondi pensione, gruppi finanziari, istituti di credito, organismi territoriali statali). Con i Fis, oggi, sussiste la possibilità di svincolarsi e non negoziare mere deroghe alle succitate regole limitative. Ne consegue che, osservato l'obbligo di rivolgere l'investimento ad investitori evoluti, il promotore potrà creare strumenti più o meno sofisticati (hedge fund, real estate fund, private equity fund), totalmente liberi di determinare la propria strategia e la composizione del proprio portafoglio, fatto salvo un tenue obbligo di ripartizione del rischio. Inoltre, l'ambito di raccolta sarà più esteso che in passato, in quanto l'investitore in possesso di sufficiente competenza per potersi accostare ai Fis non sarà soltanto l'investitore istituzionale, ma anche l'investitore professionale e l'*investisseur averti*, cioè colui che abbia riconosciuto per iscritto la propria adeguata competenza e contestualmente abbia investito almeno 125 mila euro in Fis oppure che sia in possesso di una certificazione circa il predetto status, rilasciata da un istituto di credito, da un'impresa di investimento o una società di gestione lussemburghese. Si è detto che **ulteriore motivo di attrattiva sarà la semplicità di**

costituzione e gestione del veicolo. Gli organismi di investimento specializzati potranno seguire a essere costituiti sotto forma contrattuale (fondi comuni di investimento) o societaria (Sicav, non necessariamente costituita in forma di società anonima) ma, a differenza del passato, il soggetto che darà impulso all'iniziativa così come il soggetto incaricato della gestione del portafoglio, non dovrà più possedere e rappresentare preventivamente alla *Cssf* particolari requisiti di solidità e capacità finanziaria. Per ciò che concerne lo specifico aspetto della gestione del veicolo, va precisato che essa potrà essere mantenuta, quanto al Fis/Sicav, in capo al suo consiglio di amministrazione, mentre il Fis/Fondo dovrà essere gestito da una società di gestione lussemburghese (ferma la facoltà di delega del portafoglio a intermediari abilitati terzi). Il processo autorizzativo, che inizierà con una domanda da sottoporre alla *Cssf* anche entro 30 giorni dalla costituzione del veicolo, risulterà notevolmente più abbreviato e si risolverà in un mero esame dei documenti costitutivi del fondo, dell'idoneità della banca depositaria, cui sarà affidata la conservazione degli attivi, dei requisiti di onorabilità ed esperienza in capo ai dirigenti di quest'ultima e dello stesso Fis e dell'impegno al versamento da parte del promotore del capitale minimo (se la struttura sarà societaria) o dell'attivo da sottoporre a gestione (se la struttura sarà contrattualistica) di almeno 1.250 milioni di euro, da versarsi o raccogliere nel termine di dodici mesi (e non più sei mesi) dal rilascio dell'autorizzazione da parte della *Cssf*. **Gli oneri informativi e di certificazione che normalmente appesantiscono la gestione di un organismo di investimento risulteranno anch'essi semplificati**, in quanto i Fis, a differenza di quanto previsto per gli schemi di investimento esistenti nell'ordinamento lussemburghese, saranno unicamente tenuti a consegnare all'investitore un documento di emissione, che illustri le particolarità del fondo, e un rapporto annuale d'esercizio certificato, nonché a comunicare, secondo libera periodicità, il valore degli attivi da determinarsi secondo un criterio di *Fair Value*, illustrato nel documento costitutivo. ■