
UCITS IV e Società di Gestione del risparmio italiane

di ANDREA DOSSI E PAOLA MUSILE TANZI

In Italia il risparmio è un bene tutelato dalla Costituzione e gli italiani sono un popolo di discreti risparmiatori, crisi finanziaria e congiuntura economica permettendo. Date queste premesse, una modifica della normativa europea che riguarda il settore della gestione del risparmio, dovrebbe avere un certo rilievo nel dibattito economico. La sensazione è invece che il recente recepimento a fine 2011 della Direttiva comunitaria UCITS IV sia passata quasi inosservata, complice la preoccupazione generale, catalizzata sull'emergenza Paese. Eppure il recepimento di UCITS IV, insieme alla recente riforma della tassazione dei fondi comuni di investimento a livello domestico, rappresenta un importante momento di discontinuità nelle "regole del gioco" che condizionano l'operatività delle società di gestione del risparmio (SGR), operative nel settore dei fondi comuni di investimento aperti, ovvero delle "raffinerie" che "lavorano il petrolio" sottoforma di risparmio.

A livello europeo il "brand" UCITS (*Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*) viene "lanciato" nel 1985 in occasione dell'approvazione della direttiva 85/611/CEE del Consiglio, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (nella traduzione l'acronimo italiano diventa OICR organismi di investimento collettivo del risparmio o OICVM organismi di investimento collettivo in valori mobiliari). Da allora la direttiva subisce notevoli modifiche fino ad approdare nel 2009 alla quarta revisione attraverso la Direttiva 2009/65/CE ovvero UCITS IV.

La direttiva UCITS IV innova la disciplina in tema di passaporto del gestore, ampliandolo e rendendolo "pieno", con riferimento sia alla libertà di stabilimento, sia alla libera pre-

¹ SDA Bocconi School of Management e Università Bocconi di Milano

² SDA Bocconi School of Management e Università degli Studi di Perugia.

stazione di servizi. La normativa comunitaria rileva che *“Un coordinamento delle legislazioni nazionali che disciplinano gli organismi d’investimento collettivo appare opportuno, per ravvicinare le condizioni di concorrenza tra questi organismi a livello comunitario, garantendo nel contempo una tutela più efficace e più uniforme dei detentori di quote. Un simile coordinamento agevola l’abolizione delle restrizioni alla libera circolazione di quote di OICVM nella Comunità”*. In merito a questi obiettivi *“è auspicabile prevedere norme minime comuni per quanto riguarda l’autorizzazione, la vigilanza, la struttura e l’attività degli OICVM stabiliti negli Stati membri, nonché le informazioni che sono tenuti a pubblicare”* (Dir 2009/65/CE).

Le principali innovazioni contenute in UCIT IV riguardano:

- il passaporto del gestore, ovvero contrariamente a quanto previsto fino a oggi, gli OICVM autorizzati in uno Stato membro possono essere gestiti da una società di gestione insediata in un altro Stato membro e da questo autorizzata, nel rispetto dei requisiti richiesti dalla direttiva;
- la ripartizione della vigilanza in caso di passaporto del gestore, secondo cui le società di gestione sono soggette alla vigilanza prudenziale del proprio Stato membro di origine;
- l’armonizzazione delle procedure di fusione, al fine di consentire a tutti i gestori comunitari di porre in essere fusioni di OICVM in via transfrontaliera;
- la disciplina delle strutture master-feeder, ovvero la possibilità di costituire OICVM cosiddetti feeder, che investono per almeno l’85% del proprio patrimonio in un altro OICVM master;
- la tutela degli interessi degli investitori, con l’introduzione del Key Investor Information Document (KIID), che modifica il contenuto e le modalità di presentazione delle informazioni;
- il passaporto del prodotto, che semplifica la procedura mediante la quale un OICVM può accedere al mercato di un altro Stato membro, riducendo i tempi e gli oneri procedurali (Assogestioni, 2010).

Seguendo il cosiddetto “approccio Lamfalussy”, dopo avere approvato la Direttiva di primo livello nel 2009 la Commissione ha dato mandato all’allora denominato Committee of European Securities Regulators (CESR) – dopo la riforma delle Authorities europee, ridenominato European Securities and Market Authority – di emanare le linee guida per l’adozione delle misure di Livello 2. Su queste basi la Commissione ha predisposto le misure di implementazione di secondo livello, contenute nella Direttiva 2010/42/UE della Commissione del 1° luglio 2010 “recante modalità di esecuzione della direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda talune disposizioni inerenti alle fusioni di fondi, alle strutture master-feeder e alla procedura di notifica” e nella Direttiva 2010/43/UE della Commissione del 1° luglio 2010 “recante modalità di esecuzione della direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi, i conflitti di interesse, le regole di condotta, la gestione del rischio e il contenuto dell’accordo tra il depositario e la società di gestione”.

Connesse alle Direttive sono stati emanati i due Regolamenti (UE) n. 583/2010 della Commissione del 1° luglio 2010 recante modalità di esecuzione della direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le informazioni chiave per gli investitori e le condizioni per la presentazione di tali informazioni o del prospetto su un supporto durevole diverso dalla carta o tramite un sito web e n. 584/2010 della Commissione del 1° luglio 2010 recante modalità di esecuzione della direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la forma e il contenuto del modello standard della lettera di notifica e dell’attestato OICVM, l’utilizzo dei mezzi elettronici

ci per le comunicazioni tra le autorità competenti ai fini della notifica, nonché le procedure per le verifiche sul posto e le indagini e lo scambio di informazioni tra le autorità competenti.

La scadenza per il recepimento delle due direttive 2009/65/CE, 2010/42/UE e 2010/43/UE e dei regolamenti (UE) n. 583/2010 e n. 584/2010 (c.d. pacchetto UCITS IV) era il 1° luglio 2011, ma solo a dicembre 2011 si è arrivati a concludere l'iter di recepimento. Consob, d'accordo con Banca d'Italia, aveva già provveduto (5 luglio 2011) a fornire alcune preliminari indicazioni tese a chiarire le regole applicabili a far data dal 1° luglio 2011, *“in considerazione della diretta efficacia, nell'ordinamento nazionale, dei due regolamenti comunitari nonché di talune disposizioni delle direttive che devono ritenersi, per costante giurisprudenza, self-executing in virtù del loro contenuto positivo, chiaro, preciso e dettagliato”*.

In particolare, le due novità di UCITS IV con il maggiore potenziale impatto a livello concorrenziale sono la possibilità, data al gestore con passaporto europeo, di operare liberamente in Europa senza bisogno di essere autorizzati in ciascun paese membro (passaggio fino ad oggi richiesto anche ai gestori già “UCITS compliant” in possesso di un passaporto europeo, che appare ora “parziale”, alla luce di quanto disposto da UCITS IV) e la possibilità di creare “feeder funds”, ovvero fondi che confluiscono la quasi totalità dei propri asset in un fondo master, per l'impatto in termini di razionalizzazione produttiva e di accentrimento degli assets che possono generare nel settore.

A livello domestico, la prospettiva di recepire UCITS IV ha indotto ad approvare la riforma della tassazione il 16 febbraio 2011 da parte del Senato della Repubblica nell'ambito del ddl di conversione del decreto legge 29 dicembre 2010, n. 225, recante *“Proroga di termini previsti da disposizioni legislative ed interventi urgenti in materia tributaria e di sostegno alle imprese e alle famiglie”*. Come noto, il decreto ha finalmente abrogato la tassazione sul maturato in capo al fondo, che aveva creato pericolose distorsioni tra i fondi comuni di diritto italiano e gli omologhi prodotti comunitari e introdotto dal 1° luglio 2011 la tassazione sul realizzato in capo agli investitori al momento del disinvestimento. L'equiparazione del trattamento fiscale dei fondi italiani a quelli comunitari ha posto fine ad un meccanismo di distorsione competitiva, coerentemente con l'applicazione del “passaporto europeo”, previsto dalla Direttiva UCITS IV (Assogestioni, 2011).

Il recepimento di UCITS IV interessa in Italia un insieme di 198 società di gestione del risparmio, di cui 83 specializzate nella gestione di fondi comuni di investimento aperto (dato a fine 2010, fonte Banca d'Italia). Osservando in particolare quest'ultimo comparto si osserva un insieme di società, 34 delle quali di matrice bancaria molto eterogenee tra loro per dimensione in termini di masse gestite e personale e governance.

L'estrema eterogeneità delle società di investimento giustifica principio di “proporzionalità” presente nelle direttive europee di settore, riaffermato anche dalla Direttiva UCITS IV di secondo livello 2010/43/UE, che tiene conto della natura, delle dimensioni e della complessità dell'attività della società di gestione e degli strumenti di investimento gestiti.

Un'ipotesi che può estendersi sull'intero settore è che il recepimento della direttiva UCITS IV possa condurre al ridisegno dei modelli di business, inducendo una revisione delle scelte di accentramento/decentramento internazionale dei processi aziendali, di esternalizzazione/internalizzazione dei processi e delle strategie di internazionalizzazione adottate.

Sovente nei settori fortemente regolamentati l'internazionalizzazione nasce e si sviluppa per spinta normativa. Sarà questo il risultato di medio termine dell'applicazione di UCITS IV, in attesa degli ulteriori sviluppi previsti in UCITS V.

Il settore del risparmio gestito, infatti, fino ad oggi si è trovato in una situazione in cui le specificità locali, vuoi normative, vuoi di canali distributivi, vuoi culturali di propensione al risparmio, hanno reso i costi di cittadinanza, che un operatore straniero doveva sopportare per aggredire un mercato diverso dal domestico, molto elevati. Questo ha permesso lo sviluppo di champions locali, sovente strutturati come artigiani capaci di personalizzare la propria offerta per specifiche nicchie di mercato. Sono proliferate strutture con dimensioni piccole, poiché la differenza di costo con un grande operatore internazionale non era così elevata.

Le modifiche che la UCITS IV apporterà a questa situazione saranno sostanziali. Da una parte l'adozione del passaporto del gestore, in regime di libertà di stabilimento e di libera prestazione di servizi, condurrà ad un drastico abbassamento della soglia di investimento necessaria alle società di gestione per l'istituzione di attività transfrontaliere. Ciò poiché non esiste più la necessità di duplicazione delle strutture. Inoltre l'adozione del passaporto del prodotto condurrà al contempo ad un abbassamento dei vincoli normativi di ostacolo all'accesso ai mercati locali e ad un incremento della standardizzazione dei prodotti/servizi offerti. In terzo luogo lo sfruttamento delle possibilità offerte dalla ripartizione della vigilanza, dalla disciplina delle strutture master-feeder e dall'armonizzazione delle procedure di fusione permette di incrementare la standardizzazione delle attività, creando i presupposti per lo sfruttamento di maggiori economie di scala all'interno del settore. Questo, a tendere, consentirà una riduzione dei costi, la possibilità di perseguire politiche di pricing più aggressive ed un generale aumento della pressione per l'efficienza. Anche la tutela degli interessi dell'investitore conduce ad una maggiore armonizzazione delle comunicazioni al cliente, operando come facilitatore dell'emergere di bisogni universali e di una certa normalizzazione nel rapporto con i clienti.

Queste evoluzioni condurranno ad una strutturale ridefinizione dei modelli di business. Se pensiamo a quest'ultimo nella sua manifestazione concreta dell'architettura dei processi, è ipotizzabile che vi sarà un duplice impatto. Per i processi a monte della catena del valore, ovvero nei processi che conducono alla "produzione di portafogli" nelle diverse fasi del disegno, della gestione e del monitoraggio dei portafogli, le esigenze di sfruttamento delle economie di scala e la conseguente ricerca di maggiori volumi di attività dai mercati internazionali faciliterà la progressiva standardizzazione internazionale. La presenza di mercati e lo sviluppo irrefrenabile delle tecnologie ICT permetterà di centralizzare tali processi e di utilizzare in modo sempre più creativo la leva dell'esternalizzazione. Nasceranno delle grandi piattaforme internazionali di produzione dei portafogli a disposizione di chi li riconfigurerà in offerta di prodotti/servizi, focalizzati su specifici segmenti di clientela. I processi a valle della catena del valore, ossia quelli di configurazione dell'offerta, di distribuzione al segmento di mercato target e di relazione con il cliente, potranno sfruttare una centralizzazione coordinata delle politiche, mantenendo la localizzazione nazionale delle risorse e delle attività. Una rete dunque di professionalità, localizzate nei diversi paesi ed atte a ricercare le migliori value proposition per sfruttare tutte le nicchie profittevoli di mercato.

Una sorte di giano bifronte, capace di standardizzazione ed efficienza di scala a monte e di adattamento ai fabbisogni di clientela a valle.

In sintesi, la normativa produrrà nei fatti, e nelle percezioni delle società, un incremento del grado di standardizzazione dell'approccio ai mercati, grazie all'adozione del passapor-

to del prodotto e del Key Investor Information Document. Tale incremento nel livello di standardizzazione consente un accesso agevolato ai mercati esteri, senza duplicazioni di strutture, e una razionalizzazione della gamma di offerta. Tale ultimo effetto consente una competizione sovranazionale con prodotti simili erogati tramite strutture master-feeder. Altro effetto della normativa UCITS IV è la possibilità di semplificare le scelte di localizzazione dei processi di business, in particolare dell'attività di portfolio management. Nei fatti l'adozione del passaporto del gestore consente di disaccoppiare le scelte localizzative di produzione da quelle di distribuzione, favorendo l'accesso alle soglie di raggiungimento di economie di scala.

È tramite l'abbassamento delle barriere all'ingresso erette attraverso la differenziazione nazionale delle normative e la spinta alla standardizzazione dei prodotti e dei processi gestionali che la UCITS IV favorirà l'incremento del tasso di internazionalizzazione delle SGR.

In tale evoluzione la dimensione diventerà variabile di rilievo. Le norme infatti richiedono uno sforzo di incremento di qualità ai processi di compliance, internal audit e risk management. Inoltre, la leva informatica sarà critica nell'assicurare un adeguato livello di integrazione alle strategie internazionali delle imprese. La divaricazione infatti tra attività di produzione standardizzate e centralizzabili in poche località, ove sfruttare le economie dimensionali e attività di distribuzione necessariamente disperse e vicine ai mercati finali richiederà il perseguimento di strategie transnazionali, ove la capacità di trasferimento e di condivisione delle informazioni sarà cruciale per il buon funzionamento delle strutture organizzative. Maggiori costi di controllo interno e maggiori costi di IT potranno essere assorbiti attraverso il conseguimento di maggiori dimensioni delle masse gestite. Il criterio di proporzionalità presente nella normativa europea non esclude la possibilità di permanenza sul mercato anche di "artigiani qualificati", se capaci di disegnare modelli di business funzionali a nicchie di mercato e di strutture flessibili, indipendenti e adatte alle esigenze della clientela selezionata.