



Fiscalità internazionale

La SICAR LUSSEMBURGHESE

di Giancarlo Cervino

Direttore Centre for International Fiscal Studies - Lugano

Premessa

La *Société d'investissement en capital à risque* (Lett. Società di investimento in capitale di rischio – nel seguito SICAR) può essere considerata come uno degli ultimi strumenti in ordine di tempo messi a disposizione degli investitori istituzionali e non per contribuire allo sviluppo del *venture capital*.

Fatto questo estremamente positivo in un continente come quello europeo in cui l'economia mostra dei segni di stanchezza ed in cui il sistema bancario non sempre contribuisce come in passato al finanziamento delle imprese innovative e delle *start-up*.

Si tratta di uno strumento che potrebbe favorire il raggiungimento di uno degli obiettivi dichiarati dell'Unione Europea (da realizzare entro il 2010); ossia quello di creare nell'Unione "*la più competitiva e dinamica economia mondiale basata sulla conoscenza, capace di una crescita economica sostenibile con un numero maggiore di posti di lavoro di qualità ed una maggiore coesione sociale*". Infatti, per raggiungere questo scopo sono necessari massicci investimenti statali e privati in quei settori ad alta tecnologia che offrono questo tipo di sviluppo.

Naturalmente, in questi campi il profilo di rischio imprenditoriale è altissimo. Del resto, le prime società di "*venture capital*" (lett. capitale di rischio), nascono ufficialmente intorno al 1946 negli Stati Uniti per agevolare la ricostruzione e la ripresa economica post-bellica, ma alcuni hanno ritrovato degli esempi originari nei finanziamenti accordati a Cristoforo Colombo e a Vasco de Gama per le esplorazioni transoceaniche, che sicuramente presentavano un profilo di riuscita per l'epoca prossimo allo zero.

Si definisce *venture capital*, il capitale messo a disposizione di un'impresa o società appena costituita (la cosiddetta "*start up*") oppure di un'entità che opera in un settore ad alto potenziale di sviluppo oppure con un alto rischio imprenditoriale e viene a sostenere finanziariamente quelle attività d'impresa che, per loro natura intrinseca, non trovano un appoggio finanziario nel sistema bancario a causa dell'elevato rischio dell'attività combinato alla scarsa possibilità di fornire garanzie collaterali ai finanziamenti.

Si tratta quindi di un'alternativa privata alla classica via pubblica del finanziamento alla ricerca e sviluppo di settori particolarmente rischiosi o a dubbio profilo di rendimento futuro.

Alcuni esempi potrebbero essere quelli del settore delle biotecnologie legate allo studio ed alla messa a punto di farmaci di nuova generazione oppure delle energie rinnovabili innovative o da particolari tecnologie la cui messa a punto richiede enormi investimenti e la commercializzazione necessita di tempi lunghissimi per raggiungere delle sufficienti economie di scala.

L'alto rischio che potrebbe costituire da un lato un profilo reddituale prossimo allo zero o negativo in caso di fallimento dei progetti, ma anche enormemente positivo per gli enormi profitti ricavabili in caso di riuscita, ha fatto sempre prediligere agli investitori in questo settore, gli insediamenti in Paesi e Stati a fiscalità privilegiata o comunque ridotta rispetto alla media OCSE o del Paese di origine.

SICAR

In questo contesto si inquadra la Legge del 15 giugno 2004 riguardante la SICAR, che non costituisce soltanto un veicolo specializzato d'investimento per il *venture capital* bensì anche per il *private equity*.

La differenza fra le due forme di investimento si sostanzia nel fatto che mentre il *venture capital* riguarda il finanziamento o la creazione di imprese neocostituite o operanti in settori con alte potenzialità di sviluppo, il *private equity* costituisce un investimento generico in una società non quotata presso un Mercato o una Borsa Valori internazionalmente riconosciuta e quindi con una bassa se non nulla valenza liquida dell'investimento.

La SICAR è perciò uno strumento completo a disposizione degli investitori con denominatore comune costituito da un alto grado di rischio, un rendimento atteso elevato, la pressoché totale assenza di liquidità dei titoli sottoscritti che portano ad una necessità di tempi lunghi per il disinvestimento simili a quelli dei fondi comuni chiusi di investimento immobiliare, ove, molto spesso, la durata dell'investimento è predeterminata e solitamente collocata nel medio-lungo periodo.

Dobbiamo rilevare che nel Granducato del Lussemburgo, esistono anche altri veicoli che permettono operazioni simili quali gli Organismi di Investimento Collettivo (OIC) regolati dalla Parte II della L. 30.3.1988 (Mémorial A n. 13 del 31.3.1988) e successive modifiche, oppure più semplicemente delle società in accomandita semplice o per azioni utilizzate dagli investitori professionali.

La portata evolutiva della SICAR consiste nell'aver fornito ai veicoli summenzionati un quadro normativo chiaro e completo ed un controllo della loro operatività da parte di un organismo statale, la *Commission de Surveillance du Secteur Financier* (Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario – nel seguito CSSF), al fine di evitare degli abusi o dei comportamenti fraudolenti da parte dei gestori di queste operazioni.

Abusi che potevano certamente esser ispirati dal trattamento fiscale estremamente agevolato concesso dal legislatore a questo strumento, proprio per favorirne lo sviluppo in chiave positiva per i riflessi sull'economia nazionale ed europea.

Gestori specializzati che, proprio per l'alto profilo di rischio insito in questa tipologia di operazioni non fanno sempre parte di grandi gruppi bancari e finanziari, ma sono delle piccole società di professionisti specializzati nel settore in Europa che hanno trovato uno strumento in grado di poter fare una valida concorrenza ai più prestigiosi *competitors*, principalmente situati in Canada ed in misura minore negli U.S.A.

Ad oggi, l'ultima lista ufficiale della CSSF, riporta l'esistenza di circa 59 SICAR fra cui spiccano pochissime di origine bancaria ed assicurativa, parecchie nel campo delle energie rinnovabili, una a vocazione prettamente medica e le altre di tipo generico.

Il fatto che nei due anni dall'entrata in vigore della legge ne siano state create così poche rispetto alle decine di migliaia di società *holding*, Soparfi e fondi di investimento, non deve far pensare ad un fallimento o ad una scarsa conoscenza o grande novità dello strumento, bensì ad una politica volutamente selettiva delle Autorità preposte al controllo che hanno voluto evitare una banalizzazione o un abuso nell'utilizzo dello stesso, vista la grande valenza socio-economica che potrebbe assumere nell'economia mondiale.

La stessa CSSF ha recentemente emesso una circolare, la numero 06/241 del 5 aprile 2006 che precisa la nozione fondamentale di "capitale di rischio" relativa alle SICAR, che costituisce un pilastro fondamentale della stessa e che approfondiremo nel seguito della trattazione.

Analisi della norma

L'art. 1 della legge 15.06.2004, considera SICAR una società che venga costituita secondo alcune delle forme societarie commerciali previste dalla L. 10.8.1915 e successive modifiche, ed in particolare:

- *Société en commandite simple* (SECS, Società in accomandita semplice),
- *Société anonyme* (SA, Società anonima equivalente alla nostra Società per azioni),
- *Société en commandite par actions* (SCA, Società in accomandita per azioni),
- *Société à responsabilité limitée* (SARL, Società a responsabilità limitata),
- *Société coopérative* (SC, Società cooperativa) purché organizzate sotto forma di SA.

Nella pratica la società in accomandita, la società anonima e la società a responsabilità limitata sono le tre forme più utilizzate. La menzione societaria deve in ogni caso essere completata dall'acronimo "SICAR".

L'oggetto sociale deve obbligatoriamente ed esclusivamente consistere nell'investimento degli attivi in titoli rappresentativi di capitale di rischio al fine di far beneficiare gli investitori dei risultati di gestione in contropartita del rischio sopportato.

Per investimento in capitale di rischio, la legge considera l'apporto diretto o indiretto di fondi a delle entità in previsione del loro lancio, sviluppo o quotazione alla Borsa Valori.

Gli statuti devono espressamente indicare i riferimenti alla legge sulla SICAR e prevedere il collocamento dei titoli solo presso determinate categorie di investitori e cioè quelli professionali (come banche e istituzioni finanziarie) e quelli che dichiarano per iscritto la loro adesione allo statuto speciale di investitore consapevole e che:

- a) investono nella società un minimo di Euro 125.000, oppure
- b) ottengono una lettera di presentazione da parte di un istituto di credito o di un professionista del settore finanziario (sottoposto all'art. 11 della Direttiva 92/22/CEE) o di una società di gestione (ai sensi della Direttiva 2001/107/CE), che certifichi la sua competenza, esperienza e conoscenza nell'apprezzamento dei rischi di simili investimenti.

Questi limiti hanno il fine di evitare il ripetersi di altre situazioni simili a quelle verificatesi nel corso di recenti scandali finanziari, ove titoli azionari ed obbligazionari ad alto rischio sono finiti in mano a migliaia di piccoli risparmiatori inconsapevoli del profilo di volatilità del loro investimento.

La SICAR è sottoposta alla normativa sulle società commerciali di cui alla L. 10.8.1915 e successive modifiche, tranne per quei punti espressamente derogati.

Il capitale minimo sottoscritto di una SICAR non può essere inferiore ad Euro 1.000.000 e deve essere raggiunto entro dodici mesi dal momento in cui la società ha ottenuto l'autorizzazione ad operare da parte della CSSF.

E' inoltre buona regola cominciare la procedura di richiesta dell'autorizzazione alla CSSF prima della creazione della società e non procedere alla formalizzazione davanti ad un notaio se non dopo l'ottenimento del via libera dell'Autorità.

Avviene sovente che la CSSF pretenda delle modifiche agli Statuti che necessitano quindi di un secondo passaggio notarile. E' quindi consigliabile redigere una bozza di statuto ed atto costitutivo della futura SICAR ed attendere l'accordo della CSSF prima di passare l'atto.

Se le SCA, SARL, SA e SC organizzate come SA, prevedono negli statuti che il capitale deve essere in ogni momento uguale al valore dell'attivo netto, allora è possibile variarlo senza formalità di pubblicità o di iscrizione delle variazioni nel Registro di Commercio delle società (corrispondente al nostro Registro delle Imprese italiano).

Il capitale delle SCA, SARL, SA e SC organizzate come SA, deve essere integralmente sottoscritto e liberato per almeno il 5% per contanti o altro apporto in natura.

Le SICAR non hanno un obbligo di costituire una riserva legale e non ci sono restrizioni legali al pagamento dei dividendi o acconti sugli stessi, se non quelle previste statutariamente.

E' estremamente importante puntualizzare che la legge richiede che la sede sociale e l'amministrazione centrale della SICAR devono essere situati sul territorio del Granducato del Lussemburgo.

La custodia degli attivi della SICAR deve essere conferita ad un depositario con sede sociale oppure con una stabile organizzazione in Lussemburgo, che sia un istituto di credito autorizzato ai sensi della L. 5.4.1993 e successive modifiche, relativa ai criteri di sorveglianza del settore finanziario.

Il ruolo del depositario è fondamentale perché agisce in maniera del tutto indipendente ed esclusivamente nell'interesse degli investitori e deve:

- a) verificare che gli importi delle sottoscrizioni dei titoli della SICAR siano incassati nei tempi previsti dalla documentazione di costituzione,
- b) controllare che sia versato quanto dovuto agli investitori tenuto conto dell'operatività della SICAR e dei tempi abitualmente utilizzati,
- c) verificare che i prodotti e la politica d'investimento della società siano conformi a quanto previsto dagli statuti e dai prospetti di costituzione.

Il depositario cessa le sue funzioni se rinuncia al suo mandato, ma ha l'obbligo di attendere il suo rimpiazzo che deve avvenire al più tardi nei due mesi successivi, se la SICAR o lui stesso, falliscono o sono soggetti ad un concordato o ad una procedura di amministrazione controllata o di

liquidazione, o se la CSSF ritira l'autorizzazione a lui stesso o alla SICAR ed in tutti gli altri casi previsti dagli statuti.

La SICAR non ha l'obbligo di avere dei sindaci, tuttavia deve nominare un revisore dei conti regolarmente accreditato a Lussemburgo e che dimostri un'esperienza adeguata ed ottenga il nullaosta della CSSF.

La SICAR deve obbligatoriamente ottenere un'autorizzazione ad operare dalla CSSF che agisce nell'interesse pubblico e verifica l'esistenza dei requisiti in capo alla società, ai suoi dirigenti ed al depositario scelto, e non già dei promotori, come invece avviene per altre tipologie di organismi di investimento collettivo.

Anche se la CSSF è vincolata al segreto professionale non è esclusa la possibilità di cooperazione con altre autorità europee nel caso in cui siano richieste delle informazioni nel quadro di inchieste sul corretto funzionamento dei mercati finanziari.

La SICAR deve pubblicare un prospetto in cui sono riportate le informazioni necessarie agli investitori per giudicare la natura ed il rischio dell'investimento.

Non è necessaria la redazione di un bilancio consolidato e non esistono delle restrizioni alla natura ed alla qualità degli investimenti della SICAR e questa ipotesi costituisce una differenza fondamentale rispetto agli altri OIC che invece hanno dei vincoli ben precisi circa la natura e la qualità dell'attivo investito.

E' quindi possibile per una SICAR restringere o annullare la diversificazione dei suoi investimenti ad alcuni settori e finanche a società specifiche.

In assenza di diversificazione non è possibile attribuire i benefici di alcuni investimenti a certe categorie di investitori particolarmente interessati, poiché non è possibile creare dei compartimenti d'investimento all'interno della SICAR.

Almeno una volta ogni sei mesi, la SICAR deve comunicare agli azionisti il valore netto d'inventario degli attivi ed ogni volta che compie delle sollecitazioni del risparmio e indicare chiaramente l'esistenza di un prospetto ed il luogo dove reperirlo.

La descizione della nozione di "capitale di rischio" relativa alle SICAR contenuta nella Circolare CSSF 06/241

La Circolare CSSF 06/241 del 5.4.2006 è intervenuta a chiarire la nozione fondamentale di "capitale di rischio" (nel seguito CdR) determinante ai fini dell'applicazione della legge sulle SICAR ed a spiegare i criteri applicati dalla CSSF per giudicare l'accettabilità delle politiche d'investimento proposte per le SICAR.

Si precisa che in maniera generale il CdR si caratterizza per la riunione simultanea di due elementi:

- a) il rischio elevato, e
- b) la volontà di sviluppo delle entità in cui la SICAR investe.

La nozione di sviluppo viene vista come la creazione di valore, anche se in forme differenti, nelle società bersaglio. Questa creazione verrà favorita attraverso l'attività di *advisor* che la SICAR effettuerà nei confronti dei gestori delle partecipate, anche con una rappresentanza diretta nel CdA, tramite la proposta di ristrutturazioni, modernizzazioni e favorendo politiche di allocazione ottimale delle risorse.

Questa politica di intervento attivo non è sempre richiesta se altri elementi possono provare che si tratta di un CdR per esempio nella struttura dei finanziamenti, dei partecipanti o della remunerazione di questi ultimi.

Se però la SICAR investe in una sola società bersaglio (situazione possibile visto che non vi è obbligo di diversificazione degli investimenti), allora è fondamentale l'elemento di intervento attivo nella gestione.

Si precisa inoltre che le forme di investimento in CdR possono essere tutte quelle tipiche del *private equity*, *venture capital* ed introduzione in Borsa quali:

- a) *Buy-offs*,
- b) *Leveraged Buy Out*,
- c) *Management Buy Out*,
- d) *Management Buy In*,
- e) *Start up*,
- f) *Early Stage*,

g) *Initial Public Offering.*

Altro elemento fondamentale per apprezzare la natura di CdR dell'investimento è costituito dalla durata di detenzione, visto che l'obiettivo della SICAR è di acquisire degli attivi di natura finanziaria per rivenderli realizzando una plusvalenza al contrario di una comune società *holding* che invece ha l'obiettivo di una detenzione di lunga durata.

Una menzione particolare viene fatta nella Circolare agli investimenti immobiliari visto che la SICAR non può detenere direttamente degli immobili, ma soltanto indirettamente tramite delle entità di *private equity real estate* oppure con apporti in società immobiliari.

Per provare la natura di CdR bisogna prima di tutto provare lo scopo dello sviluppo nel senso di creazione di valore aggiunto in capo ai beni immobili alla base. Il fatto che questi ultimi si trovano in Paesi a rischio politico medio o elevato (per esempio dittature che adottino delle politiche di nazionalizzazione) non è di per se sufficiente ad attestare il carattere di CdR.

E' indispensabile una politica di valorizzazione dell'immobile per il tramite di ristrutturazioni, riqualificazioni, rinegoziazione dei contratti di locazione o *turnover* dei locatari o del portafoglio immobiliare qualora si tratti di una pluralità di oggetti.

E' inoltre necessario che esista un rischio particolare legato all'immobile che vada oltre quelli normali del mercato di riferimento (per esempio gli immobili localizzati in zone sinistrate, terremotate o isolate dal normale contesto geografico di riferimento per mancanza di collegamenti).

L'obiettivo finale deve comunque essere quello di realizzare delle plusvalenze tramite la vendita nel breve o medio periodo delle entità possedute e non una detenzione statica di lungo periodo del patrimonio immobiliare.

La *ratio* della previsione è quella di evitare comportamenti abusivi di spossessamento di patrimoni immobiliari consistenti facenti capo a dei singoli soggetti o famiglie facoltose per una più agevole gestione, beneficiando di un regime fiscale di favore (descritto nel seguito).

Da ultimo un cenno sulla possibilità offerta alla SICAR di copertura di alcuni rischi per il tramite di strumenti derivati se queste operazioni sono necessarie alla realizzazione della sua politica d'investimento soltanto a condizione che l'investimento in derivati non costituisca l'oggetto principale della sua politica di gestione.

Regime fiscale applicato alle SICAR

Escludendo le SICAR costituite in forma di SECS, che sono fiscalmente trasparenti e tassate direttamente in capo agli azionisti, le SCA, SARL, SA e SC organizzate come SA sono tassate all'aliquota ordinaria del 29,67% (se costituite nella città del Lussemburgo).

Questa aliquota comprende l'*Impôt sur le Revenu des Collectivités* (IRC, equivalente all'IRES italiana), l'*Impôt de solidarité*, l'*Impôt Commercial Communal* (ICC, molto simile alla vecchia ILOR italiana).

In teoria possono quindi beneficiare delle convenzioni contro le doppie imposizioni ratificate dal Lussemburgo, come pure dei benefici derivanti dall'applicazione della Direttiva europea madre-figlia (90/435/CEE). Ma, poiché sono esclusi dalla base imponibile i proventi degli investimenti e le plusvalenze realizzate (di converso, le perdite e le svalutazioni su partecipazioni non sono fiscalmente deducibili), alcuni Stati non ne riconoscono l'applicazione (fra questi l'Italia).

Ogni altro tipo di reddito è ordinariamente imponibile (per esempio le commissioni di gestione e di sottoscrizione).

Non sono prelevate ritenute alla fonte sulla distribuzione dei dividendi ed interessi. Gli investitori non residenti non pagano alcuna imposta sulle eventuali plusvalenze derivanti dal riscatto dei titoli.

La SICAR è esente dall'*Impôt sur la Fortune* dello 0,5% calcolata sul *capital d'exploitation* (capitale di gestione) della società e non può beneficiare del regime fiscale speciale lussemburghese del consolidato fiscale.

Il Regolamento granducale 10.9.2004 fissa l'importo del diritto di registro da versare alla costituzione ed ai successivi aumenti di capitale nella misura fissa di Euro 1.250 (e quindi non in percentuale del capitale sottoscritto e versato come avviene per tutte le altre società di capitale che non beneficiano dello statuto SICAR).

Il regime dell'Imposta sul Valore Aggiunto è identico a quello degli altri OIC e perciò la SICAR è esente da IVA, come pure sono esenti i servizi di gestione resi da un *manager* residente a Lussemburgo.

Riflessioni conclusive

La caratteristica fondamentale della SICAR è la sua flessibilità ed il suo regime fiscale che consente un finanziamento dinamico alle medie imprese e *start-up* ad alto potenziale a costi notevolmente inferiori rispetto a quelli dei normali canali bancari, senza la necessità di concessione di particolari garanzie collaterali.

Gli investitori devono essere inoltre consapevoli del rischio dell'investimento fin dall'inizio e ricevono una particolare garanzia dall'estrema cura posta dalle Autorità di controllo nella sorveglianza di queste particolari entità che altrimenti potrebbero prestare il fianco a facili abusi.