

GENTILI & PARTNERS

Pietro Massimo Marangio

LE SICAF

SOCIETÀ
D'INVESTIMENTO
A CAPITALE FISSO



I QUADERNI DI MINERVA BANCARIA

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA

COMITATO SCIENTIFICO (*Editorial board*)

PRESIDENTE (*Editor*):

GIORGIO DI GIORGIO, Università LUISS - Guido Carli, Roma

MEMBRI DEL COMITATO (*Associate Editors*):

PAOLO ANGELINI, Banca d'Italia	CARMINE DI NOIA, CONSOB
ELENA BECCALLI, Università Cattolica del S. Cuore	LUCA ENRIQUES, University of Oxford
MASSIMO BELCREDI, Università Cattolica del S. Cuore	GIOVANNI FERRI, LUMSA
EMILIA BONACCORSI DI PATTI, Banca d'Italia	FRANCO FIORELISI, Università degli Studi "Roma Tre" - co Editor
PAOLA BONGINI, Università di Milano Bicocca	LUCA FIORITO, Università degli Studi di Palermo
CONCETTA BRESCIA MORRA, Università degli Studi "Roma Tre"	EUGENIO GIAIOTTI, Banca d'Italia
FRANCESCO CANNATA, Banca d'Italia	GUR HUBERMAN, Columbia University
ALESSANDRO CARRETTA, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"	AMIN N. KHALAF, Ernst & Young
ENRICO MARIA CERVELLATI, Università di Bologna	CLEMENS KOOL, Maastricht University
RICCARDO CESARI, Università di Bologna e IVASS	MARIO LA TORRE, Sapienza - Università di Roma - co Editor
NICOLA CETORELLI, New York Federal Reserve Bank	RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
SRI CHATTERJEE, Fordham University	NADIA LINCIANO, CONSOB
N.K. CHIDAMBARAN, Fordham University	PINA MURÉ, Sapienza - Università degli Studi di Roma
LAURENT CLERC, Banque de France	FABIO PANETTA, Banca Centrale Europea
MARIO COMANA, LUISS Guido Carli	ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università degli Studi "Roma Tre"
GIANNI DE NICOLÒ, International Monetary Fund	ZENO ROTONDI, Unicredit Group
RITA D'ECCLISIA, Sapienza, Università di Roma	ANDREA SIRONI, Università Bocconi
GIOVANNI DELL'ARICCIA, International Monetary Fund	MARIO STELLA RICHTER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
STEFANO DELL'ATTI, Università degli Studi di Foggia - co Editor	MARTI SUBRAHMANYAM, New York University
	ALBERTO ZAZZARO, Università degli Studi di Napoli "Federico II"

Comitato Accettazione Saggi e Contributi:

Giorgio Di Giorgio (*editor in chief*) - Domenico Curcio (*co-editor*)

Alberto Pozzolo (*co-editor*) - Mario Stella Richter (*co-editor*)

Direttore Responsabile: Giovanni Parrillo

Comitato di Redazione: Francesco Baldi, Peter Cincinelli, Simona D'Amico, Alfonso Del Giudice, Vincenzo Formisano, Igor Gianfrancesco, Stefano Marzoni, Federico Nucera, Biancamaria Raganelli, Stefania Sylos Labini, Giuseppe Zito

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA

«FRANCESCO PARRILLO»

SOCI ONORARI

GIUSEPPE DI TARANTO, ANTONIO FAZIO, ANTONIO MARZANO, MARIO SARCINELLI

PRESIDENTE

CLAUDIO CHIACCHIERINI

VICE PRESIDENTI

MARIO CATALDO - GIOVANNI PARRILLO

CONSIGLIO

FABRIZIO D'ASCENZO, ANGELO DI GREGORIO, PAOLA LEONE, FRANCESCO MINOTTI,
PINA MURÉ, FULVIO MILANO, ERCOLE P. PELLICANO', FRANCO VARETTO

I QUADERNI DI MINERVA BANCARIA

Pietro Massimo Marangio

LE SICAF

SOCIETÀ D'INVESTIMENTO A CAPITALE FISSO

MARZO 2021

GENTILI & PARTNERS

SOMMARIO

1. Fonti normative principali.....	7
2. Introduzione.....	9
3. Categorie di OICR e definizione di SICAF.....	13
4. Disciplina applicabile e deroghe.....	21
5. Le principali caratteristiche delle SICAF.....	27
5.1. La riserva di attività.....	27
5.2. La raccolta del risparmio presso una pluralità di investitori.....	34
5.3. L'autonomia gestionale delle SICAF.....	35
6. Procedura autorizzativa.....	37
7. La struttura del capitale.....	41
7.1. Le diverse categorie di azioni.....	46
7.2. La distribuzione degli utili (esempio di <i>waterfall distribution</i> in una tipica SICAF mobiliare riservata di <i>private equity</i>).....	47
8. Tassonomia delle SICAF.....	51
8.1. SICAF sopra soglia e sotto soglia.....	51
8.2. SICAF mobiliari e immobiliari.....	52
8.3. SICAF autogestite ed eterogestite.....	55
8.4. SICAF riservate e non riservate.....	60
8.5. SICAF mono-comparto e multi-comparto.....	62
8.6. Le SIS (sottocategoria di SICAF e strumento di sostegno alle PMI): cenni.....	63
9. Il regime fiscale applicabile: cenni.....	65

10. Documentazione di istanza	69
10.1. Requisiti degli esponenti aziendali	70
10.2. Partecipanti al capitale sociale	78
11. Vigilanza	89
11.1. Accordi di voto	90
11.2. Operazioni rilevanti	91
11.3. Invio di documentazione amministrativa	92
11.4. Documentazione contabile.....	92
11.5. Esponenti aziendali.....	93
11.6. Gruppo di appartenenza.....	94
11.7. Relazione delle funzioni di controllo	94
11.8. Comunicazioni dell'organo di controllo	95
11.9. Adempimenti del soggetto incaricato della revisione legale dei conti	96
11.10. Relazione sulla struttura organizzativa	96
11.11. Violazione di limiti o divieti posti nell'attività di investimento della SICAF.....	97
11.12. Errata valorizzazione delle azioni.....	97
11.13. Ammissione a quotazione delle azioni	97
11.14. Regolamenti e statuti non soggetti all'approvazione della Banca d'Italia.....	97
11.15. Fusione o scissione di OICR. Creazione di strutture <i>master-feeder</i>	98
12. Considerazioni conclusive sul modello SICAF	99
ALLEGATO A - Programma iniziale di attività	103
ALLEGATO B - Relazione sulla struttura organizzativa.....	109
ALLEGATO C - Documentazione relativa ai requisiti di onorabilità	123
ALLEGATO D - Documentazione relativa alla correttezza e competenza professionale del potenziale acquirente	127
ALLEGATO E - Documentazione relativa alla solidità finanziaria del potenziale acquirente e al rispetto dei requisiti prudenziali e delle disposizioni di vigilanza	131

2

INTRODUZIONE

La presente analisi è dedicata al nuovo veicolo Società d'Investimento a Capitale Fisso (SICAF), con cui anche il nostro Paese si è dotato di uno strumento flessibile, costituito in forma di società per azioni, che beneficia del medesimo, vantaggioso regime fiscale dei fondi comuni istituiti in forma contrattuale, e che può essere articolato secondo strutture variamente complesse, autogestite ovvero gestite da un gestore esterno, italiano o anche estero.

La materia della gestione collettiva del risparmio, disciplinata in Italia fin dalla Legge n. 77/1983, è stata interessata da numerose e profonde evoluzioni sulla scorta della normativa comunitaria; l'ispirazione principale di tali sviluppi è stata quella di regolamentare la fattispecie in considerazione dell'ampiezza della delega conferita dalla pluralità di investitori al gestore

collettivo¹. È dato di analisi economica ormai acquisito, infatti, che il conferimento di deleghe di poteri (in tal caso, gestori) solleva problematiche di agenzia e di (scarso coordinamento dell') azione collettiva.

Esaminando l'evoluzione normativa che ha interessato i veicoli di gestione collettiva del risparmio, si evidenzia che originariamente nel TUF erano confluite le disposizioni di recepimento della Direttiva 1985/611/CE, relativa agli OICR aperti di tipo armonizzato (nota come Direttiva UCITS I)² e la disciplina contenuta nelle leggi previgenti in materia di fondi comuni chiusi³, fondi chiusi di tipo immobiliare⁴ e società di investimento a capitale variabile (le SICAV)⁵.

L'introduzione della Direttiva 2011/61/CE ("AIFMD") sui gestori di fondi alternativi⁶ recepita in Italia con il D. Lgs. n. 44 del 4 marzo 2014⁷, ha deter-

-
- 1 Ovviamente, la discrezionalità del gestore, principio formale fondamentale della gestione collettiva del risparmio, ha una latitudine sostanzialmente variegata a seconda che il fondo gestito (costituito in forma contrattuale o societaria) sia, alternativamente, un fondo *retail*, un fondo riservato alla sottoscrizione di investitori professionali o un fondo istituzionale partecipato da un unico investitore istituzionale, rappresentativo di plurimi interessi (ai sensi e per gli effetti dell'art. 32 del D. Lg. n. 78/2010 sulla riorganizzazione fiscale dei fondi immobiliari), che sia stato appositamente istituito dal gestore secondo il modello c.d. di "*fund hosting*" e il cui relativo regolamento (o statuto) sia stato, anche dettagliatamente, negoziato tra le parti in condizioni di sostanziale equilibrio contrattuale.
 - 2 UCITS è l'acronimo di "*Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*" (in italiano, Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari, "OICVM". Di seguito gli acronimi UCITS e OICVM saranno impiegati indifferenteemente). I fondi targati UCITS in genere investono in strumenti finanziari quotati su borse pubbliche e regolati dai mercati. UCITS è diventato sinonimo di fondi comuni di investimento disciplinati secondo criteri uniformi ai sensi delle direttive comunitarie, dalla citata Direttiva 1985/611/CE fino alla Direttiva 2014/91/UE o UCITS V (di modifica della precedente Direttiva 2009/65/CE): ogni fondo che investe conformemente alle direttive UE (le quali stabiliscono precisi limiti all'investimento posti per la diversificazione del rischio e rigorosi divieti all'investimento) è direttamente definito UCITS. Gli UCITS rientrano nella più ampia categoria di organismi di investimento collettivo del risparmio ("OICR" e, in inglese, *Undertakings in Collective Investments* o "UCIs"), previsti e disciplinati dall'art. 1, primo comma, lett. k, del TUF. In particolare, gli OICR, con forma giuridica variabile (contrattuale o societaria) investono in strumenti finanziari o altre attività somme di denaro raccolte tra il pubblico di risparmiatori.
 - 3 Legge n. 344 del 14 agosto 1993.
 - 4 Legge n. 86 del 25 gennaio 1994.
 - 5 D. Lgs. n. 84 del 25 gennaio 1992.
 - 6 Come noto, la Direttiva AIFM è stata integrata dal Regolamento delegato 231/2013/UE.
 - 7 Decreto emanato in esecuzione della legge delega n. 96 del 6 agosto 2013 che, in particolare, all'art. 12, lett. n), delegava l'Esecutivo a «ridefinire, secondo i criteri sopra indicati, anche la disciplina degli OICR diversi dai fondi comuni di investimento e il regime delle riserve di attività per la gestione collettiva del risparmio, in modo da garantire il corretto e integrale recepimento della direttiva».

minato un nuovo assetto della disciplina, che ormai risulta essere pressoché integralmente di derivazione comunitaria. Si noti che il Parlamento UE e il Consiglio, prendendo atto della variegata e complessa tipologia di veicoli di investimento alternativi nell'Unione, rinunciarono a uniformare la disciplina dei fondi comuni, limitandosi a dettare delle regole di armonizzazione per i soli gestori.

La modifica del TUF per effetto del citato D. Lgs. n. 44/2014 ha interessato, *inter alia*, l'apparato delle definizioni nell'ambito della gestione collettiva, riducendo la permanenza di lacune e aree grigie che – anche a seguito di altra riforma, quella del titolo V del TUB ad opera del D. Lgs. n. 141 del 13 agosto 2010 – avevano permesso a una pluralità più o meno ampia di soggetti di svolgere, di fatto, attività di gestione collettiva, sottraendosi al principio della riserva legale di attività e alla relativa regolamentazione e vigilanza.

In tale contesto è stata introdotto nell'ordinamento italiano, con il D. Lgs. n. 44/2014, il modello della SICAF. Ad oggi tale veicolo è relativamente diffuso in Italia, impiegato per iniziative di investimento principalmente nei comparti immobiliare e del *private equity*, e risultano attualmente iscritte nell'apposito albo, presso la Banca d'Italia, quarantadue SICAF⁸.

Il significato principale di tale novità è da ascrivere all'offerta di uno schema societario per alcuni versi vicino a quello delle *investment companies*⁹ fino ad allora utilizzato.

Fino al recepimento nel nostro ordinamento della AIFMD, gli strumenti societari erano utilizzati soltanto per investimenti ridotti, non si trattava di veicoli vigilati, e spesso nella prassi ci si avvaleva di strutture societarie

8 Cfr. sito della Banca d'Italia, albo delle SICAF, disponibile *online* <https://infostat.bancaditalia.it/GIAVAInquiry-public/ng/oicr/result>.

9 P. Carrière, *Il problematico inquadramento delle Investment Companies nel vigente quadro normativo del mercato finanziario*, in *Rivista delle società*, fasc. 5, 2007, pag. 1084.

che, non essendo disciplinate, ponevano numerosi dubbi in merito alla loro regolamentazione¹⁰; dal 2015 in poi, i veicoli societari di *private equity* si sono adattati e si sono trasformati nelle nuove SICAF¹¹. Ad oggi tutti i veicoli di gestione collettiva del risparmio organizzati in forma societaria devono necessariamente realizzarsi secondo uno dei due schemi d'investimento disciplinati dal TUF: SICAV o SICAF, eliminando, dunque, ogni zona grigia che possa consentire l'esercizio di tale attività in altre forme¹².

10 Cfr. M. Bernardi e V. Cicoria, *La SICAF: veicolo di investimento nel private equity*, in *Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio*, AIFI 2020.

11 Occorre precisare che l'introduzione di tale veicolo di investimento ha costituito una assoluta novità per l'ordinamento giuridico italiano, ma era già esistente da tempo in altri Paesi dell'Unione Europea, nei quali è molto utilizzato tanto nel campo del *private equity* quanto in quello degli investimenti immobiliari. Cfr. F. Annunziata, *Le Sicaf*, in *La disciplina del mercato mobiliare*, pag. 243, G. Giappichelli Editore, 2020.

12 A ciò si aggiunga che "gli stessi fenomeni dei c.d. family office o delle società di partecipazione finanziaria non sono neppure, di per loro, riconducibili al fenomeno della gestione collettiva del risparmio e, pertanto, non costituiscono propriamente una deroga alla disciplina applicabile", P. Carrière, *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre*, in *Rivista delle Società*, fasc. 2-3, 2014, pag. 449.

I QUADERNI DI MINERVA BANCARIA

- Q. 1 /2013 *La distribuzione dei prodotti finanziari in Italia e in Europa: nuove regole e nuove sfide*
Domenico Curcio, Giorgio Di Giorgio, Giuseppe Zito
- Q. 1/2014 *La regolamentazione dei fondi comuni: una analisi comparata*
Giorgio Di Giorgio e Mario Stella Richter (a cura di)
- Q. 2/2014 *FCHub: dopo l'anno zero*
AA.VV.
- Q. 1/2015 *Invecchiamento della popolazione ed evoluzione dei fabbisogni previdenziali e assistenziali*
Domenico Curcio, Paolo Giordani, Alessandro Pandimiglio
- Q. 2/2015 *Euro e sviluppo del mercato finanziario. La lezione di Luigi Spaventa*
AA.VV.
- Q. 3/2015 *Riflessioni sulla Risk Disclosure. Risultati della ricerca realizzata dal Forum Governance.*
AA.VV.
- Q. 1/2016 *Il bail-in*
a cura di Raffaele Lener
- Q. 2/2016 *L'Asset Allocation in presenza di tassi di interesse negativi*
Nicola Borri, Enrico Maria Cervellati, Domenico Curcio, Antonio Fasano
- Q. 3/2016 *Risoluzione delle crisi bancarie e tutela dei depositi nella Unione Europea*
AA.VV.
- Q. 1/2017 *La probabilità (di default) non esiste. Discorso sopra la comparabilità delle misure di rischio*
Simone Casellina, Giuseppe Pandolfo
- Q. 2/2017 *Le riforme del mercato del tabacco in Italia e in Grecia: verso un calendario fiscale.*
Marco Spallone, Stefano Marzoni, Alessandro Pandimiglio.
- Q. 3/2017 *I metodi di risoluzione delle controversie (ADR). L'Arbitro per le Controversie Fiscali (ACF): primi passi e prospettive. A cura di Raffaele Lener e Alberto Franco Pozzolo.*
- Q. 4/2017 *Il Microcredito: una "speciale" forma tecnica di finanziamento.*
Mariantonietta Intonti.

I QUADERNI DI MINERVA BANCARIA

- Q. 1/2018 *Le sanzioni bancarie: evoluzione normativa e confronto internazionale*
Pina Murè, Marco Spallone
- Q. 2/2018 *Fintech: Diritto, Tecnologia e Finanza*
Raffaele Lener
- Q. 3/2018 *Quanta e quale educazione finanziaria per l'Italia? Un'analisi comportamentale*
Fabrizio Ghisellini
- Q. 4/2018 *A Bloomberg Terminal Primer*
Nicola Borri
- Q. 1/2019 *Un'analisi economica del comparto Lotterie in Italia: evidenza empirica e prospettive future*
Stefano Marzioni, Alessandro Pandimiglio, Marco Spallone
- Q. 2/2019 *Partenariato pubblico-privato, concessioni e gestione dei rischi*
Biancamaria Raganelli
- Q. 3/2019 *Il settore del vaping in Europa. Tra innovazione, fiscalità e regolamentazione*
Marco Spallone, Stefano Marzioni, Alessandro Pandimiglio
- Q. 4/2019 *La Ricerca della Sostenibilità: uno Studio sulle Fondazioni Bancarie*
Mario La Torre, Sabrina Leo, Mavie Cardi
- Q. 1/2020 *Tutela del cliente e "giurisprudenza" ABF*
Rassegna ragionata
Giuseppe Leonardo Carriero, Raffaele Lener (a cura di)
- Q. 2/2020 *Il mercato dei giochi in Italia: dinamiche recenti e confronto internazionale*
Stefano Marzioni, Alessandro Pandimiglio, Marco Spallone
- Q. 1/2021 *La consulenza digitalizzata*
Raffaele Lener
- Q. 2/2021 *Le SICAF. Società d'investimento a capitale fisso*
Gentili & Partners - Pietro Massimo Marangio

Editrice Minerva Bancaria s.r.l.

Quaderno n. 2 /2021

Supplemento al n. 1-2 / 2021 di Rivista Bancaria - Minerva Bancaria

Direttore responsabile Giovanni Parrillo

DIREZIONE E REDAZIONE: Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma

e.mail: redazione@rivistabancaria.it

AMMINISTRAZIONE: EDITRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.

presso P&B Gestioni Srl, Via di Villa Massimo, 29 - 00161 – Roma -

Fax +39 06 83700502

e.mail: amministrazione@rivistabancaria.it

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

Il contenuto del presente Quaderno rispecchia soltanto il pensiero degli Autori e non impegna la Direzione della Rivista

È vietata la riproduzione senza preventivo consenso della Direzione

Finito di stampare nel mese di marzo 2021 presso “Press Up” - Roma



COMITATO EDITORIALE STRATEGICO

PRESIDENTE

GIORGIO DI GIORGIO, Luiss Guido Carli

COMITATO

CLAUDIO CHIACCHIERINI, Università degli Studi di Milano Bicocca

MARIO COMANA, Luiss Guido Carli

ADRIANO DE MAIO, Università Link Campus

RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma Tor Vergata

MARCELLO MARTINEZ, Università della Campania

GIOVANNI PARRILLO, Editrice Minerva Bancaria

MARCO TOFANELLI, Assoreti

L'AUTORE

PIETRO MASSIMO MARANGIO

Avvocato cassazionista, dal 2020 Pietro Massimo Marangio è socio dell'associazione tra professionisti Gentili & Partners, boutique di diritto dei mercati finanziari con sedi a Milano, Lussemburgo e Londra.

L'Autore ha maturato oltre vent'anni di esperienza interdisciplinare nella consulenza regolamentare a soggetti vigilati attivi nell'industria bancaria, finanziaria e assicurativa, fornendo loro assistenza nell'ambito sia dell'operatività ordinaria sia di operazioni straordinarie internazionali.

Negli ultimi anni si è dedicato alla consulenza in materia di diritto assicurativo, alla disciplina dei servizi d'investimento e all'asset management (mobiliare e immobiliare; in tale ambito, ha recentemente ottenuto l'autorizzazione di alcune tra le prime SICAF immobiliari italiane riservate, eterogestite e appartenenti a primari investitori istituzionali internazionali).

Dopo la laurea in legge presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, nel 2004 ha conseguito un LL.M. in Law and Economics, con studi post-laurea presso la George Mason University School of Law (Arlington, VA, Stati Uniti) e la Hamburg Universität (Germania), e, nel 2020, un EMF (Executive Master in Finance) presso la SDA Bocconi. Prima di entrare a far parte di Gentili & Partners, ha collaborato con primari Studi legali italiani e statunitensi.

GENTILI & PARTNERS

MILAN

LUXEMBOURG

LONDON

Riunisce professionisti con diverse specializzazioni e con significative esperienze professionali nell'ambito del mondo finanziario, per offrire consulenza e servizi su tematiche regolamentari e societarie per intermediari finanziari, bancari, fondi di investimento e club deal. L'attività va dallo startup di nuovi progetti, alle istanze autorizzative, ai momenti gestionali e straordinari, fino alla liquidazione.

Questo Quaderno, a cura di **Pietro Massimo Marangio**, è dedicato al nuovo veicolo **Società d'Investimento a Capitale Fisso (SICAF)**, con cui anche il nostro Paese si è dotato di uno **strumento flessibile, costituito in forma di società per azioni, che beneficia del medesimo, vantaggioso regime fiscale dei fondi comuni** istituiti in forma contrattuale, e che può essere articolato secondo strutture variamente complesse, autogestite ovvero gestite da un gestore esterno, italiano o anche estero.

La modifica del TUF per effetto del D. Lgs. n. 44/2014 ha introdotto nell'ordinamento italiano il modello della SICAF. Ad oggi, risultano iscritte nell'apposito albo, presso la Banca d'Italia, quarantadue SICAF, principalmente nei comparti immobiliare e del *private equity*.

Fino al recepimento nel nostro ordinamento della Direttiva n. 2011/61/UE sui gestori dei fondi di investimento alternativi (AIFMD), gli strumenti societari erano utilizzati soltanto per investimenti ridotti, non si trattava di veicoli vigilati e spesso nella prassi ci si avvaleva di strutture societarie che, non essendo disciplinate, ponevano numerosi dubbi in merito alla loro regolamentazione. Dal 2015 in poi, i veicoli societari di *private equity* si sono adattati e si sono trasformati nelle nuove SICAF. Oggigiorno queste ultime costituiscono il veicolo di elezione per intercettare capitali pazienti e costituire *joint-ventures* tra investitori professionali italiani ed esteri sia per la realizzazione di grandi progetti infrastrutturali o immobiliari, sia per iniziative di *private equity* a sostegno del tessuto imprenditoriale italiano.

Un volume che fornisce preziose indicazioni per chi voglia **conoscere meglio questo strumento e le opportunità di investimento connesse**.

€ 28,00



ISBN 978-88-98-85431-8

