

## Gestione collettiva del risparmio: la SICAF

di Giulia Mele

29/05/2015 08:39

### Introduzione

La direttiva 2011/61/CE sui gestori di fondi di investimento alternativi (meglio nota come *Alternative Investment Funds Managers Directive* o “AIFMD”) ha profondamente innovato il settore della gestione collettiva del risparmio attraverso l’introduzione di una disciplina unitaria di tutti i prodotti del risparmio gestito presenti sul mercato al fine di garantire l’agevole commercializzazione degli stessi tra gli stati membri.

L’AIFMD è stata recepita, con molto ritardo, dal legislatore italiano attraverso il d.lgs. 44 del 4 marzo 2014 il quale ha modificato il Titolo III, Parte II del d.lgs. n. 58/1998 (il **Testo Unico della Finanza**” o “TUF”) dedicato alla gestione collettiva del risparmio.

Uno degli elementi di maggiore novità legato al recepimento dell’AIFMD è, senz’altro, rappresentato dall’introduzione della società di investimento a capitale fisso (la “SICAF”) la cui disciplina è delineata dagli articoli 35-*bis* e seguenti del TUF e dalla normativa di attuazione contenuta nel regolamento della Banca d’Italia sulla gestione collettiva come modificato il 19 gennaio 2015 (il “**Regolamento Banca D’Italia**”) e dal decreto ministeriale n. 30/2015 che abroga e sostituisce il decreto ministeriale n. 228/1999.

Di seguito una breve analisi delle principali caratteristiche del nuovo veicolo di investimento.

### 1. La SICAF: caratteristiche e disciplina

L’art. 1, lettera *i-bis* del TUF definisce la SICAF come “l’Oicr chiuso costituito in forma di società per azioni a capitale fisso con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l’investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l’offerta di proprie azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi”.

In altre parole, la SICAF è un organismo di investimento collettivo del risparmio di tipo chiuso rientrando nell’ambito di applicazione della AIFMD — pertanto è un fondo alternativo di investimento (FIA) o un gestore di un fondo alternativo di investimento (GEFIA) — che può gestire il proprio patrimonio direttamente o attraverso un gestore esterno e la cui peculiarità è quella di essere costituita in forma societaria. Né consegue che l’investitore può ricoprire simultaneamente il ruolo di partecipante e azionista e, quindi, prendere parte ai processi

decisionali inerenti alla gestione del patrimonio.

Le SICAF devono essere partecipate da una pluralità di investitori. Tuttavia, il Regolamento della Banca d’Italia prevede che il requisito della pluralità di investitori è soddisfatto anche quando sussista un unico titolare di azioni ma a condizione che il suo investimento sia nell’interesse di una pluralità di investitori (ad esempio, in caso di strutture *master-feeder*, fondi di fondi, ecc), o che comunque l’offerta delle azioni della SICAF sia stata indirizzata ad una potenziale pluralità di investitori.

Le azioni della SICAF possono essere sottoscritte o acquistate sia da investitori professionali — in questo caso assumeranno la denominazione di SICAF riservate — oppure da qualsiasi altro investitore assumendo in questo caso la qualifica di SICAF *retail*.

Inoltre le SICAF possono essere divise in comparti caratterizzati da diverse politiche di investimento e i cui patrimoni sono separati da quelli degli altri comparti. Sia le SICAF che i singoli comparti possono emettere diverse classi di azioni, alle quali possono essere collegati diversi diritti di *governance*.

Le SICAF si suddividono, tra l’altro, in due categorie: SICAF sopra e sotto soglia.

Le SICAF sotto soglia sono solo quelle riservate che, ai sensi del combinato disposto degli artt. 1, comma 1, lettera *i-bis* e art. 35-*undecies* TUF ed ai sensi del Regolamento Banca d’Italia, hanno le seguenti caratteristiche:

- (i) gestiscono attività, comprese quelle acquisite mediante la leva finanziaria, che hanno un valore non superiore ad Euro 100 milioni; o
- (ii) gestiscono attività che hanno un valore non superiore ad Euro 500 milioni ma a condizione che non utilizzino la leva finanziaria e che prevedano che il diritto al rimborso delle azioni degli investitori non possa essere esercitato prima di cinque anni dalla data di iniziale dell’investimento.

Le SICAF riservate sotto soglia sono tenute a fornire — nel corso del processo di autorizzazione — un numero inferiore di informazioni rispetto alle SICAF sopra soglia. Inoltre per le stesse è previsto un capitale iniziale minimo pari a 50.000 euro (anziché di 1 milione di euro come per le SICAF sopra-soglia o di 500.000 euro per quelle riservate).

Anche i requisiti normativi in materia di struttura organizzativa delle SICAF riservate sotto soglia sono inferiori rispetto a quelli richiesti per le SICAF sopra soglia; in particolare, per le medesime è prevista la possibilità di accorpate in un’unica funzione tutte le funzioni di controllo (“*Internal Audit*”, “*Risk Management*” e “*Compliance*”).

#### 1.1 La procedura di autorizzazione

La costituzione di una SICAF deve essere autorizzata dalla Banca

d'Italia la quale, sentita la Consob, autorizza la costituzione di una SICAF quando i requisiti in materia di sana e prudente gestione dell'intermediario e le norme in materia di gestione di investimenti collettivi sono rispettate. La procedura di autorizzazione della Banca d'Italia ha una durata di 90 giorni (fatta salva l'eventuale sospensione del termine in caso di richiesta di documentazione integrativa).

L'autorizzazione per una SICAF è concessa quando i seguenti requisiti siano soddisfatti:

- (i) la costituzione nella forma della società per azioni;
- (ii) un capitale sociale iniziale minimo di almeno 1 milione di euro (che può essere ridotto a 500.000 euro qualora si tratti di SICAF riservata).
- (iii) la sede legale e la sede principale devono trovarsi in Italia;
- (iv) l'oggetto sociale deve prevedere esclusivamente l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta di proprie azioni e di altri strumenti finanziari previsti dallo statuto;
- (v) il possesso da parte dei soci fondatori dei requisiti di onorabilità stabiliti dal Ministero delle Finanze previa consultazione con la Banca d'Italia e la Consob;
- (vi) il possesso da parte degli esponenti aziendali dei requisiti di onorabilità e di professionalità, secondo le regole stabilite dal Ministero delle Finanze, previa consultazione con la Banca d'Italia e la Consob.

La richiesta di autorizzazione deve essere presentata alla Banca d'Italia e deve includere un programma che illustri l'attività iniziale della SICAF, le sue linee di sviluppo, gli obiettivi perseguiti ed una relazione che illustri la struttura organizzativa. In particolare, il programma deve contenere almeno le seguenti informazioni:

- (i) Attività: (i) tipo di SICAF da autorizzare, con l'indicazione delle strategie di investimento e del profilo di rischio, delle politiche riguardanti l'uso della leva finanziaria, indicazione dei singoli comparti se previsti e il tipo di clientela (investitori professionali, clienti al dettaglio, ecc.); (ii) modalità di svolgimento dell'attività di gestione; (iii) qualsiasi attività connessa e strumentale che la SICAF intende svolgere; (iv) l'area geografica in cui la SICAF intende operare, eventuali prospettive di sviluppo all'estero, l'intenzione di attivare sia la distribuzione dei propri prodotti che piani di offerta diretta delle proprie azioni corredati dalla descrizione della rete di promotori.
- (ii) Strutture organizzative ed investimento: (i) principali investimenti e interventi organizzativi attuati, in corso di attuazione e in programma nei successivi tre anni in relazione alle attività da svolgere; (ii) pianificazione delle assunzioni per i primi tre anni di attività, ripartite per anno e per funzione.
- (iii) Pianificazione dello sviluppo delle attività: (i) mercato di riferimento dei prodotti che la SICAF intende sviluppare; (ii) previsioni sul posizionamento della SICAF nel mercato di riferimento; (iii) i volumi di attività realizzabili nel corso dei successivi tre anni, suddivisi per ogni anno; (iv) i criteri e le politiche di remunerazione dei prodotti; (v) i criteri e le politiche di remunerazione dei canali di distribuzione.

(iv) Attività e situazione economica e finanziaria: il programma di attività deve includere il bilancio per i primi tre anni.

### 1.2. Attività di investimento, limiti di concentrazione dei rischi

Le SICAF devono essere gestite in conformità ad una politica di investimento predeterminata e possono investire il loro patrimonio esclusivamente in una o più delle seguenti categorie di beni:

- a) strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato;
- b) strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato;
- c) depositi bancari in denaro;
- d) beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari, parti di altri FIA immobiliari, anche esteri;
- e) crediti e titoli rappresentativi di crediti, ivi inclusi i crediti erogati a valere sul patrimonio della SICAF;
- f) altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale.

Specifici limiti di investimento sono previsti per le SICAF immobiliari. In particolare, quest'ultime:

1. devono investire un importo pari almeno ai 2/3 del loro valore totale in: (i) proprietà immobiliari; (ii) diritti reali su beni immobili, compresi quelli derivanti da contratti di locazione immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori; (iii) partecipazioni in società immobiliari; (iv) altri fondi di investimento alternativi immobiliari;
2. possono investire il restante 1/3 del loro valore totale in attività diverse da quelle indicate al precedente numero 1.;
3. possono investire in crediti erogati a valere sul proprio patrimonio, ovvero possono erogare finanziamenti a terzi;
4. non possono costruire direttamente immobili.

Ai sensi del Regolamento Banca d'Italia, le SICAF immobiliari devono rispettare determinati limiti di concentrazione dei rischi. Ad esempio, esse non possono investire stabilmente più del 20/33% (a seconda dello stato del contratto di locazione) in un immobile avente caratteristiche urbane e funzionali unitarie.

Il Regolamento Banca d'Italia prevede limiti di concentrazione dei rischi anche per le SICAF non immobiliari, le quali non possono investire in crediti verso una stessa controparte in misura superiore al 10% del totale delle proprie attività. Inoltre, specifici limiti sono previsti per le SICAF *retail* che non possono investire in strumenti finanziari non quotati di uno stesso emittente per un valore superiore al 20% del totale delle attività.

### 1.3 Acquisto delle azioni di una SICAF

Come anticipato, gli investitori partecipano ad una SICAF attraverso la sottoscrizione o l'acquisto di azioni. Peraltro, l'acquisto o la sottoscrizione di azioni rappresentanti determinate percentuali di diritti di voto (10%, 20%, 30%, 50%, così come la quota di controllo — "**Partecipazione Qualificata**") sono soggetti alla comunicazione preventiva alla Banca d'Italia. Tale procedura autorizzativa si applica solamente a quelle classi e tipologie di azioni che conferiscono il diritto di voto nell'assemblea della SICAF (ossia, tipicamente, le azioni detenute

dai soci fondatori/gestori della stessa).

Il soggetto che intenda acquistare una Partecipazione Qualificata deve presentare alla Banca d'Italia idonea documentazione che né attesti l'onorabilità, la correttezza commerciale e la competenza professionale, così come la solidità finanziaria e la capacità di garantire la sicura e prudente gestione della SICAF. Peraltro, devono essere fornite alcune informazioni riguardanti il gruppo di appartenenza del soggetto acquirente, la sua buona reputazione e le sue relazioni economiche con la società di gestione.

La Banca d'Italia ha 60 giorni per concedere l'autorizzazione (tale termine può essere sospeso nel caso in cui la Banca d'Italia richieda chiarimenti). In mancanza di autorizzazione espressa entro detto termine, la richiesta si considera approvata.

## Conclusioni

L'introduzione della SICAF nel nostro ordinamento ha permesso di colmare un importante vuoto normativo che ha consentito, per anni, l'esercizio dell'attività di gestione collettiva del risparmio - che l'art. 32 *quater* del TUF riserva alle società di gestione del risparmio (SGR), alle società di investimento a capitale variabile (Sicav) ed oggi alle SICAF (nonché alle società di gestione UE che gestiscono OICVM italiani, ai GEFIA UE e non UE che gestiscono un FIA italiano) — attraverso veicoli di investimento in forma societaria non contemplati dal TUF.

Prima della sua introduzione, infatti, l'esercizio della gestione collettiva del risparmio era consentita solamente attraverso la forma dei fondi comuni di investimento (patrimoni autonomi, separati e non dotati di personalità giuridica) oppure attraverso l'istituzione delle Sicav costituite nella forma di società per azioni e quindi dotate di personalità giuridica.

L'introduzione della SICAF, peraltro, ha consentito, da un lato, di disciplinare tali veicoli di investimento non tipizzati ma particolarmente diffusi nella prassi e, dall'altro, di rispondere all'esigenze di alcuni investitori che non trovavano adeguata rappresentazione negli strumenti preesistenti. Come anticipato, infatti, nelle SICAF l'investitore può ricoprire simultaneamente il ruolo di partecipante e azionista potendo, attraverso l'esercizio del diritto di voto, incidere sulle strategie di investimento.

In definitiva, la creazione della SICAF e la contestuale riformulazione della riserva di attività di cui all'art. 32 *quater* del TUF, hanno permesso di assoggettare alla disciplina del TUF quei veicoli societari che, fino a questo momento, hanno potuto esercitare l'attività della gestione collettiva del risparmio al di fuori dei modelli legali di organizzazione e, quindi, al di fuori dei minuziosi e stringenti presidi di regolamentazione e vigilanza a cui tale attività è sottoposta.

Oggi pertanto, ogni attività di gestione collettiva del risparmio organizzata in forma societaria dovrà svolgersi secondo uno dei due schemi di investimento resi disponibili dall'ordinamento: le Sicav e le SICAF.

# Lo stato dei conti delle banche italiane

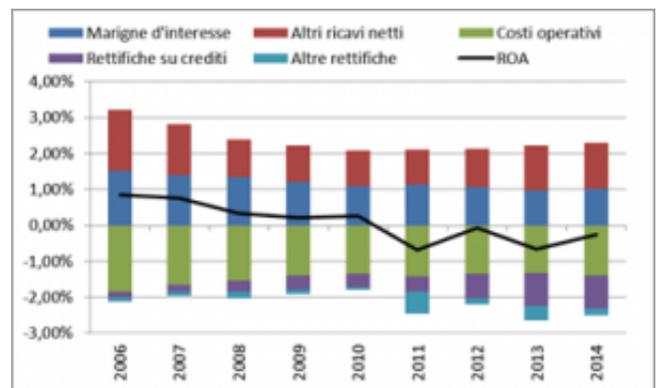
di Carlo Milani

29/05/2015 08:33

Con la recente presentazione della Relazione Annuale della Banca d'Italia (2015) sono stati diffusi i risultati economici di consuntivo sull'intero sistema bancario relativi al 2014. Il quadro che emerge è a tinte chiare e scure.

Da un lato, infatti, si riscontra la crescita del margine d'interesse, aumentato di circa 900 milioni di euro rispetto all'anno precedente. Tale miglioramento si deve essenzialmente alla riduzione degli interessi passivi, grazie in particolare al reperimento di risorse finanziarie a più basso costo. Gli interessi attivi, d'altronde, risentono sia della dinamica negativa dello stock di finanziamenti sia della riduzione dei tassi d'interesse. In diminuzione risultano essere invece gli altri ricavi netti - composti prevalentemente dalle commissioni sui servizi bancari (ad esempio per la tenuta del conto corrente) e per la negoziazione titoli - con una flessione di 700 milioni. La loro incidenza sul totale attivo, data la contemporanea riduzione anche di quest'ultimo aggregato, si è comunque mantenuta sostanzialmente invariata (grafico 1).

**Grafico 1. Conti economici delle banche italiane** (valori in percentuale del totale attivo)



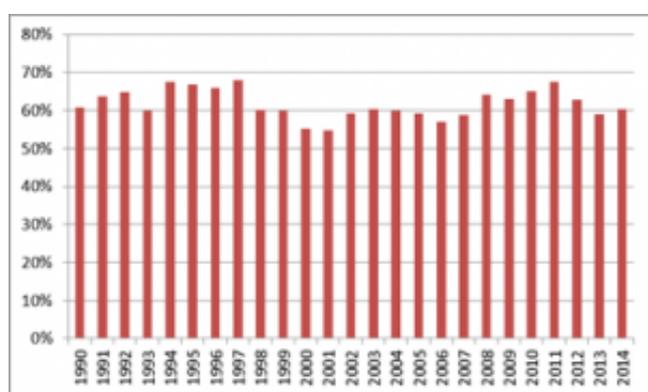
Fonte: elaborazioni dell'autore su dati Banca d'Italia.

Sul fronte delle componenti negative si osserva la crescita per quasi un miliardo dei costi operativi, di cui circa la metà attribuibile ai costi del personale, questi ultimi aumentati nonostante la riduzione per circa 4 mila unità del numero medio di dipendenti. Il *cost-income*, ovvero il rapporto tra costi operativi e margine d'intermediazione, è tornato quindi a crescere, passando dal 59,1% del 2013 al 60,3% (grafico 2). La battuta di arresto nel recupero di efficienza da parte delle banche italiane desta qualche preoccupazione, soprattutto perché si è verificata in una fase economica avversa. Con il miglioramento delle prospettive di crescita, anche e soprattutto grazie all'azione della Banca Centrale Europea (Milani, 2015), c'è il rischio che i costi tornino a crescere in modo eccessivo, erodendo quindi quei margini di guadagno che andrebbero invece più proficuamente destinati all'irrobustimento patrimoniale. Se è infatti vero che il Common Equity Tier 1 (CET 1) ratio, il capitale di migliore qualità, è aumentato nel complesso dell'industria bancaria italiana, passando dal 10,5% del 2013 all'11,8% dello scorso anno, va però sottolineato che questo incremento è stato ottenuto in buona parte grazie al deleveraging, ossia alla riduzione delle attività bancarie e in particolare degli impieghi. L'aumento di 1,3 punti percentuali del CET 1 ratio si deve per 4 decimi agli aumenti di capitale attuati

nel 2014, per lo più sotto l'impulso della Banca d'Italia, per i restanti 9 decimi per la riduzione dell'attivo ponderato per il rischio (RWA). Inoltre, non va dimenticato che il gap rispetto agli altri paesi europei in termini di CET 1 ratio è ancora ampio (nella media delle principali banche europee esaminate dalla BCE il CET 1 ratio è pari al 15% circa).

Per quanto riguarda le rettifiche di valore, si osserva una loro netta riduzione rispetto al 2013 (-8,5 miliardi di euro). Nell'anno che si è appena concluso sono diminuite le svalutazioni dell'avviamento, dopo gli ingenti aggiustamenti adottati nel 2013 soprattutto dalle banche di maggiore dimensione. Nonostante i risultati tutt'altro che brillanti del *comprehensive assessment* condotto dalla BCE (Barucci e Milani, 2014) e la tendenza ancora crescente dei crediti deteriorati, che hanno toccato quota 350 miliardi di euro (7,7% del totale dei finanziamenti), anche le rettifiche su crediti sono risultate in diminuzione. Rispetto al 2013 la flessione è stata di circa 1,3 miliardi.

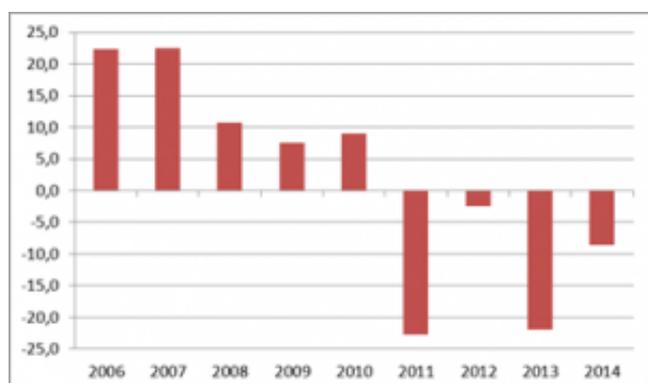
**Grafico 2. Cost-income delle banche italiane**



Fonte: elaborazioni dell'autore su dati Banca d'Italia.

Dati gli andamenti sopradescritti, l'utile netto generato dall'industria bancaria italiana nel 2014 è stato per il quarto anno consecutivo negativo (grafico 3). Rispetto al 2013, quando la perdita era stata pari a 22 miliardi di euro, il 2014 ha visto un utile netto di "soli" 8,6 miliardi. Il ROA, ovvero il rapporto tra utile netto e totale attivo, si è attestato al -0,3%, contro il -0,6% del 2013 e il -0,1% del 2012.

**Grafico 3. Utile netto delle banche italiane** (in miliardi di euro)



Fonte: Banca d'Italia.

In definitiva, le difficoltà che hanno colpito in questi ultimi anni le banche italiane sembrano ancora lontane dall'essere superate.

La necessità di ampliare le forme di ricavo e di avere maggiore attenzione verso l'efficienza sono le sfide che i banchieri dovranno affrontare nei prossimi anni. Nell'immediato, però, il problema che va affrontato con maggiore urgenza è quello della pulizia dei bilanci dai crediti deteriorati, ma senza un supporto pubblico sarà molto difficile raggiungere questo obiettivo (Barucci e Milani, 2015).

## Bibliografia

- Banca d'Italia, (2015), Relazione Annuale sul 2014.
- Barucci E., Milani C., (2014), La brutta pagella del comprehensive assessment, FinRiskAlert.it.
- Barucci E., Milani C., (2015), L'infinito dibattito sulla bad bank, FinRiskAlert.it.
- Milani C. (2015), Prime valutazioni sul quantitative easing europeo, FinRiskAlert.it.

## Linee guida sullo schema di garanzie dei depositi

28/05/2015 17:37

Sono state rese note le linee guida per i pagamenti agli schemi di garanzia dei depositi e per gli impegni di pagamento. La direttiva deve essere adottata dagli stati entro il 4 luglio.

Comunicato stampa

## Linee guida sulla risoluzione

28/05/2015 17:27

L'EBA ha pubblicato delle linee guida sulle circostanze in cui un'istituzione dovrebbe essere considerata 'fallita o in pericolo di fallire'. Le nuove linee guida si applicheranno da gennaio 2016.

Comunicato stampa Report

## Applicazione delle norme per la supervisione

28/05/2015 09:04

Il FSB ha pubblicato un'analisi dell'applicazione da parte delle autorità nazionali delle norme per la supervisione, in particolare concernenti le SIBs.

Comunicato stampa Report

## ESMA partecipa alla discussione sul mercato unico dei capitali

23/05/2015 21:19

L'ESMA ha risposto al Green Paper sul mercato unico dei capitali presentato dalla Commissione. Sono stati evidenziati gli obiettivi

dell'ESMA e presentati alcuni consigli, tra l'altro per l'accesso alle informazioni di credito per le PMI.

Comunicato stampa Risposta 856 Risposta 857 Risposta 858

---

## Opinione dell'ESMA sulla composizione dei collegi delle controparti centrali (EMIR)

22/05/2015 13:35

L'ESMA ha presentato la propria opinione sulla composizione dei collegi delle controparti centrali, al fine di chiarire quali autorità possano esserne membri. Si stabilisce nello specifico un caso in cui la BCE debba entrare a far parte del collegio.

Opinione

---

## Consultazione per la revisione di EMIR

22/05/2015 13:30

E' aperta una consultazione per rivedere la normativa EMIR: il termine per rispondere al questionario proposto è il 13 agosto.

Comunicato stampa Documento per la consultazione Pagina per la consultazione

---

## Regolamento sui fondi di investimento a lungo termine

22/05/2015 13:20

Il regolamento del Parlamento e del Consiglio europei sui fondi di investimenti a lungo termine è stato pubblicato sul Giornale Ufficiale. Entrerà in vigore il 3 giugno.

Regolamento 2015/760

---

## Regolamento sugli standard finanziari

22/05/2015 13:05

Il Parlamento europeo ha dato il via libera alla negoziazione con il Consiglio e la Commissione europee sui nuovi standard finanziari. L'obiettivo è rendere tali standard più sicuri e meno proni a manipolazioni.

Comunicato stampa

---

## Nicola Bruti Liberati Prize 2014 winner

26/05/2015 19:00

The Dipartimento di Matematica of the Politecnico di Milano, in cooperation with the Bachelier Finance Society and Springer, is proud to announce the Nicola Bruti Liberati Prize 2014 winner:

Thomas Kruse

University of Duisburg-Essen Faculty of Mathematics

On June 10, 2015, 12.30, the prize winner will deliver a lecture on

Approximating irregular SDEs via iterative Skorokhod embedding

at the Politecnico di Milano — Dipartimento di Matematica Conference Room (7<sup>th</sup> Floor)

Via Bonardi 9 — Milano

QFinSeminar\_BrutiLiberati

---

Direttore: Emilio Barucci.

Redattori: Roberto Baviera, Michele Bonollo, Stefano Corsaro, Daniele Marazzina, Giulia Mele, Carlo Milani, Silvia Dell'Acqua.

© 2015 FinRiskAlert - Tutti i diritti riservati.

---

Le opinioni riportate negli articoli e nei documenti del sito [www.finriskalert.it](http://www.finriskalert.it) sono espresse a titolo personale dagli autori e non coinvolgono in alcun modo l'ente di appartenenza.

Gli articoli e documenti pubblicati nel sito e nella newsletter FinRiskAlert hanno l'esclusiva finalità di diffondere i risultati di studi e ricerche a carattere scientifico. Essi non rappresentano in alcun modo informazioni o consulenza per investimenti, attività riservata, ai sensi delle leggi vigenti, a soggetti autorizzati.

---