

I fondi immobiliari: andamento del mercato, rischi, sviluppi normativi

Roberto Rinaldi

Capo del Servizio Supervisione intermediari specializzati

Banca d'Italia

Salone del Risparmio 2011 – Convegno Assogestioni - IPD

Milano, 7 aprile 2011

Sommario

1. Introduzione	3
2. Il mercato immobiliare: recenti andamenti	3
3. L'offerta di fondi immobiliari	4
4. L'attività delle SGR specializzate nel comparto immobiliare	4
5. L'analisi dei rischi del settore	5
6. L'azione di vigilanza sugli intermediari.....	7
7. L'evoluzione del quadro normativo	9
Tavole e grafici.....	12

1. Introduzione

Vorrei ringraziare, anche a nome della Banca d'Italia, gli organizzatori del Salone del Risparmio per l'invito a intervenire in questo importante momento di confronto. Questo incontro, promosso da Assogestioni e IPD, offre in particolare l'occasione per una riflessione sul mercato dei fondi immobiliari.

In questo intervento, insieme a una descrizione del settore immobiliare, mi concentrerò sull'analisi dei rischi che connotano il comparto dei fondi immobiliari e sulla vigilanza che la Banca d'Italia conduce sulle relative società di gestione (SGR). L'esperienza che abbiamo maturato è rilevante per poter esprimere una valutazione sui principi che ispirano i recenti interventi del legislatore.

2. Il mercato immobiliare: recenti andamenti

Il settore immobiliare riveste un ruolo importante nell'economia italiana, per il contributo all'attività produttiva, per i legami con il settore creditizio e come forma di allocazione del risparmio. Il comparto immobiliare, che include investimenti in costruzioni, spesa per affitti e servizi di intermediazione, rappresenta quasi un quinto del PIL. Le attività immobiliari costituiscono oltre il 60 per cento della ricchezza complessiva delle famiglie. Il credito erogato al settore immobiliare (mutui e prestiti alle imprese di costruzioni e servizi connessi con le attività immobiliari) è pari a circa un terzo degli impieghi bancari. I fondi immobiliari contribuiscono allo sviluppo del settore attraverso l'investimento in immobili, la riqualificazione e la fornitura di servizi nei comparti residenziale, commerciale e industriale.

Circa il profilo congiunturale, dopo un periodo di marcata flessione delle compravendite di abitazioni nel 2008 (-15,1 per cento) e ancora nel 2009 (-11,3 per cento), si è registrata nel 2010 una crescita, peraltro molto modesta (+0,5 per cento).

Nella media dell'anno i prezzi delle case nell'area dell'euro sono aumentati dell'1,8 per cento, dopo un calo del 2,8 nel 2009. Ciò riflette andamenti diffusi tra paesi: un aumento dei prezzi in Francia (6,3 per cento) e in Germania (2,3 per cento); flessioni in Spagna (-3,8 per cento) e in Irlanda (-9,1 per cento). In Italia i prezzi sono rimasti stabili (+0,4 per cento).

3. L'offerta di fondi immobiliari

I fondi chiusi immobiliari sono stati introdotti nel nostro ordinamento nel 1994; le cautele previste nella disciplina dell'operatività hanno inizialmente concorso a limitarne lo sviluppo. Successivamente, in particolare dall'inizio dello scorso decennio, si è registrata una rapida espansione in un contesto macroeconomico favorevole. Sono state introdotte agevolazioni fiscali che hanno influito sulla convenienza di questa forma d'investimento. Vi ha contribuito l'interesse degli investitori professionali, degli enti pubblici e previdenziali interessati per operazioni di *spin-off* dei propri patrimoni immobiliari.

L'espansione dell'offerta di fondi immobiliari è proseguita nel periodo della crisi; si è concentrata nei comparti dei fondi riservati agli investitori qualificati e degli organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr) speculativi, che hanno ampie possibilità operative; il settore dei fondi *retail* non è stato interessato da nuove iniziative negli ultimi quattro anni.

Alla fine del 2010 i fondi operativi erano 296 di cui 191 riservati, 78 speculativi e 27 destinati al pubblico (tavola 1). Alla stessa data l'attivo complessivo dei fondi immobiliari era di 45 miliardi di euro. Al netto delle passività, il patrimonio era pari a 28 miliardi di euro. La tipologia prevalente è rappresentata dagli Oicr riservati a investitori qualificati, che incidono per il 70 per cento circa sul patrimonio complessivo; la quota della componente destinata al pubblico è pari al 21 per cento, quella dei fondi speculativi al 9.

Nel 2010 il patrimonio netto è cresciuto a un ritmo più elevato rispetto all'anno precedente (8,4 contro 7,7 per cento; figura 1). Nel dettaglio, il valore complessivo netto dei fondi riservati è aumentato del 6 per cento; l'incremento di quelli speculativi ha superato il 26 per cento; il patrimonio dei fondi *retail* è rimasto stabile.

4. L'attività delle SGR specializzate nel comparto immobiliare

Alla fine dello scorso anno le SGR specializzate nella gestione di fondi immobiliari erano 56 rispetto a un totale di 198. Tra queste 56 società, il 60 per cento è emanazione di iniziative private e di gruppi industriali o immobiliari che si rivolgono prevalentemente a un numero limitato di quotisti; la dimensione media dei fondi è di circa 90 milioni di euro. Il restante 40 per cento delle SGR specializzate appartiene a gruppi finanziari, bancari e

assicurativi, che gestiscono gran parte dei patrimoni dei fondi *retail* quotati e di quelli destinati ai grandi enti previdenziali, con una dimensione media dei fondi superiore a 500 milioni di euro. Circa un terzo delle 56 società sopra individuate fa capo a gruppi esteri attivi nel settore immobiliare. Le attività immobiliari dei fondi gestiti dai primi cinque operatori costituiscono il 46 per cento degli attivi complessivi; quelle dei primi dieci ne rappresentano circa i due terzi.

Nel 2010 l'utile dei gestori di fondi immobiliari è cresciuto del 43 per cento¹ (tavola 2). Le commissioni hanno beneficiato in misura rilevante della maturazione di provvigioni di incentivo in sede di liquidazione di alcuni grandi fondi. Il dato aggregato nasconde rilevanti differenze all'interno del comparto.

La crescita degli utili è infatti concentrata in un limitato numero di SGR di grande dimensione. Il differenziale competitivo tra società maggiori e minori è riflesso nelle commissioni che risultano inversamente proporzionali alla dimensione del fondo (figura 3). Tra le SGR immobiliari 26 hanno chiuso l'esercizio 2010 in perdita; di queste 9 sono da considerarsi operatori in fase di *start up* - iscritti nell'Albo delle SGR dal 2008 – caratterizzate, pertanto, da una redditività limitata; le rimanenti sono società che, pur avendo avviato da tempo l'attività, non hanno ancora raggiunto masse adeguate.

5. L'analisi dei rischi

La crisi finanziaria ha concorso a determinare situazioni di tensione per i fondi immobiliari, in particolare per quelli speculativi, caratterizzati da una elevata leva finanziaria, ad essi consentita dalla facoltà di derogare ai limiti normativi di indebitamento.

Anche i fondi specializzati nelle operazioni di sviluppo immobiliare (si tratta sovente di fondi speculativi) hanno risentito in modo particolarmente negativo della crisi. Le situazioni di difficoltà dei promotori e delle controparti coinvolte nei progetti, insieme all'inasprimento delle condizioni di accesso al credito, hanno determinato il ridimensionamento, e in taluni casi il blocco, delle iniziative programmate sulla base di stime talvolta poco realistiche; i

¹ I dati di conto economico qui presentati si riferiscono alle SGR che operano prevalentemente nel comparto immobiliare e sono, pertanto, un sottoinsieme del numero totale degli operatori del mercato.

fondi sono stati pertanto esposti a rischi d'impresa non sempre in linea con la loro operatività tipica.

Al fine di valutare le situazioni di fragilità, nel 2009 e nuovamente nel 2010 è stato condotto un *assessment* basato sull'esame congiunto di tre distinti profili tra loro interrelati: *i*) il fabbisogno finanziario e gli effetti delle clausole bancarie di *covenant*; *ii*) il profilo economico; *iii*) la solidità patrimoniale. Tale ultimo aspetto è stato esaminato mediante esercizi di *stress test* volti a calcolare la probabilità di default dei fondi (PD) a fronte di differenti scenari relativi all'andamento del prezzo degli immobili e ai redditi generati dalle locazioni². Lo scenario negativo ipotizzava una discesa media dei prezzi degli immobili del 5 per cento all'anno per tre anni nonché un dimezzamento degli introiti derivanti dalle locazioni.

L'analisi del profilo patrimoniale realizzata su dati relativi al giugno 2009 ha mostrato che per 22 fondi (su un totale di 232) la PD risultava superiore al 20 per cento; l'esercizio analogo condotto su dati relativi al giugno 2010 ha individuato 9 fondi (su 281) con PD al di sopra della suddetta soglia.

Il miglioramento risulterebbe in larga parte riconducibile alla riduzione della leva da parte dei fondi a sviluppo, realizzata anche mediante l'abbandono degli originari progetti di crescita e l'avvio del processo di dismissione dei beni³.

² In particolare, per ciascun fondo è stata stimata la PD a tre anni tramite un modello à la Merton, dove l'attivo segue un percorso aleatorio, simulato sulla base di un predeterminato andamento medio dei prezzi degli immobili, mentre il debito (al netto delle attività prontamente liquidabili) segue una traiettoria deterministica. Quando il valore dell'attivo risulta inferiore a quello del debito si ha il "default". La stima dei parametri relativi all'andamento dell'attivo è stata effettuata tenendo conto delle variazioni di prezzo degli *asset* implicite in tutte le situazioni patrimoniali semestrali dei fondi disponibili; inoltre, è stata utilizzata una distribuzione non normale che tiene conto dell'asimmetria e degli eventi estremi riscontrati. Sull'esercizio di *stress test*, cfr. anche Banca d'Italia, Relazione Annuale 2009 e Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 1, dicembre 2010.

³ L'attuale disciplina prevede che il limite di indebitamento (pari al 60 per cento del valore degli immobili per i fondi non speculativi) sia calcolato sul valore degli immobili, inteso come "valore corrente". Tale previsione ha determinato un effetto prociclico, facendo dipendere l'effettiva capacità di indebitamento dall'andamento del mercato immobiliare. Per mitigare tale effetto, nel documento di modifica del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio del 14.4.2005 posto in consultazione a marzo 2010, è previsto che il valore degli immobili, da prendere come riferimento per calcolare il limite di leva finanziaria, sia pari al minore tra il costo di acquisto e il valore corrente degli stessi.

6. L'azione di vigilanza sugli intermediari

I rischi di mercato e finanziari non esauriscono i profili di possibile criticità del comparto: un ruolo rilevante è ricoperto da quelli di natura strategica, operativa e reputazionale che, combinandosi con i precedenti, sono stati all'origine delle problematiche più gravi.

Un importante tema da tempo all'attenzione della Vigilanza è rappresentato dalla verifica dello svolgimento di una effettiva funzione di intermediazione da parte delle SGR, in linea con le finalità di gestione collettiva del risparmio. Questo tema è strettamente collegato al profilo della pluralità dei partecipanti e delle loro modalità di coinvolgimento nel buon esito dell'iniziativa.

Già nel 2005 era stata richiamata l'attenzione degli operatori sull'esigenza di preservare l'autonomia della gestione in presenza di iniziative che limitavano il ruolo dell'intermediario alla mera amministrazione dei patrimoni. I fondi immobiliari riservati e speculativi sono stati non di rado utilizzati impropriamente per costituire veicoli per la gestione di patrimoni, mediante il conferimento di beni immobili da parte dei promotori dell'iniziativa, spesso rappresentati da un unico operatore del settore immobiliare o da un gruppo ristretto di soci tra loro collegati. I soci mantenevano il possesso di larga parte delle quote del fondo e si riservavano di frequente il diritto di riacquisto dei beni apportati. Per le operazioni di sviluppo immobiliare ciò ha determinato, nei casi di crisi dell'apportante - sovente operante in qualità di appaltatore delle opere di sviluppo - il blocco dell'attività; per conseguenza, i fondi hanno risentito negativamente del deterioramento della situazione finanziaria dei partecipanti, assumendone di fatto il rischio d'impresa.

L'autonomia delle SGR è stata compressa anche per effetto dell'attribuzione agli organi rappresentativi della compagine dei partecipanti di incisivi poteri di intervento sulla gestione del fondo nonché per l'affidamento di incarichi amministrativi e tecnici ai promotori ovvero a soggetti a essi collegati. Ciò può determinare il disimpegno della società di gestione, in capo alla quale permane tuttavia la responsabilità delle decisioni di investimento e di disinvestimento; la scarsa consapevolezza accentua l'esposizione del gestore ai rischi strategici, operativi e reputazionali.

L'emersione delle problematiche nel comparto ha reso necessario condurre una mirata, intensa azione di vigilanza nei confronti degli intermediari attivi nel settore esposti a rischi rilevanti, talvolta estranei all'operatività tipica degli Oicr.

L'attività di supervisione a distanza ha privilegiato il confronto con gli intermediari per il monitoraggio delle situazioni aziendali e la richiesta di interventi correttivi nei casi di deterioramento. L'attività ispettiva condotta nei confronti delle SGR immobiliari è stata intensa: le ispezioni avviate dal 2008 hanno interessato intermediari che hanno in portafoglio *asset* pari al 43 per cento del totale delle attività dei fondi immobiliari (dato di fine 2010).

Gli approfondimenti svolti hanno messo in evidenza carenze nei sistemi di governo societario, negli assetti interni, nel sistema dei controlli, nella *compliance* e nel presidio dei livelli di servizio esternalizzati. Sono emerse criticità quali: l'adozione di modelli di *business* non rispondenti ai requisiti di autonomia gestionale delle società di gestione; l'utilizzo del fondo comune con finalità lontane dal ruolo di gestione collettiva assegnato dall'ordinamento; il verificarsi di episodi di sovrapposizioni di ruoli, causa di potenziali conflitti d'interesse sfociati, nei casi più gravi, in situazioni di stallo operativo. In tutti questi casi, la Vigilanza ha invitato gli operatori a porre in essere gli interventi di correzione delle anomalie in via prioritaria rispetto al lancio di nuove iniziative.

La capacità di realizzare le iniziative pianificate costituisce un elemento rilevante ai fini della valutazione della qualità della pianificazione strategica. Un consistente numero di fondi ha avviato la raccolta delle sottoscrizioni senza raggiungere nel termine dei diciotto mesi, recentemente prolungato a ventiquattro, l'ammontare minimo previsto; ne è conseguita la decadenza. Tra i 114 fondi approvati nel 2008, 59 non hanno avviato l'operatività; a fronte del lancio di 90 nuovi Oicr nel 2009, 67 comparti sono ancora inattivi ovvero già decaduti. Sebbene condizionato dalla difficoltà del mercato, il mancato avvio di iniziative in numero così elevato può rivelare carenze dell'analisi e della strategia d'offerta. E' stato comunicato al sistema l'orientamento di non rilasciare l'approvazione di nuovi fondi a SGR che, in assenza di fondate ragioni, presentino numerosi Oicr non operativi ovvero decaduti per l'insufficiente raccolta.

La valutazione dei beni immobili del fondo è un processo articolato che contempla, considerata la difficoltà delle stime intrinseca nella tipologia di investimento, l'intervento degli esperti indipendenti, soggetti terzi chiamati ad assicurare oggettività e indipendenza alla

valutazione, la cui responsabilità permane comunque in capo alla SGR. L'assenza dei predetti requisiti di oggettività e indipendenza, oltre a inficiare l'affidabilità del processo di valorizzazione delle quote del fondo, distorce la capacità di indebitamento del fondo, della quale il valore dei beni costituisce il parametro di riferimento. Un approfondimento condotto dalla Consob e dalla Banca d'Italia ha fatto emergere criticità nelle diverse fasi del processo valutativo. Conseguentemente, a luglio 2010 sono state comunicate al sistema le linee guida applicative di carattere generale alle quali ispirarsi per assicurare l'adeguatezza del processo valutativo. Queste misure riguardano i criteri di selezione degli esperti, la chiara individuazione dei ruoli e delle responsabilità degli organi delle SGR, la definizione dei flussi documentali e del contenuto minimo dell'informativa da fornire nelle periodiche relazioni di stima.

Le condizioni di mercato hanno comportato un allungamento dei tempi di vendita e la riduzione delle opportunità di dismissione degli *asset*; gli originari *business plan* sono stati oggetto di rivisitazione. Considerate le modalità di funzionamento dei fondi chiusi, l'approssimarsi della scadenza suscita negli investitori legittime aspettative di ritorni economici e di liquidità; i gestori sono chiamati a costituire per tempo le condizioni per l'ordinata dismissione del portafoglio. L'ordinamento accorda ai gestori la possibilità di prevedere nel regolamento del fondo la possibilità di prorogare la durata. Una norma consentiva alle SGR di chiedere alla Banca d'Italia la concessione di un'ulteriore proroga di non oltre tre anni (c.d. "periodo di grazia"), allo scopo di completare lo smobilizzo degli investimenti. La norma è stata abrogata e, nella nuova formulazione, la facoltà di proroga è esercitata direttamente dalla società di gestione, fatto salvo l'obbligo di illustrarne le motivazioni agli investitori, al mercato e agli organi di vigilanza. La riconduzione della decisione in capo alla SGR consente di attribuirne la responsabilità al soggetto in possesso degli elementi informativi, quali il valore dei beni in portafoglio e la loro liquidabilità nella congiuntura di mercato, necessari per la miglior tutela dell'interesse degli investitori.

7. L'evoluzione del quadro normativo

Il comparto dei fondi immobiliari è interessato da significativi mutamenti della disciplina, destinati a riflettersi sulla struttura del mercato.

Nella manovra economica approvata dal Parlamento a maggio dello scorso anno è stata inserita una modifica alla definizione di fondo comune d'investimento che rafforza il concetto della pluralità dei partecipanti quale condizione per la gestione e rimarca l'autonomia della SGR nella gestione del fondo⁴. Con il medesimo provvedimento è stato rivisto il sistema di tassazione dei fondi, mantenendo il trattamento agevolato per i fondi che risulteranno in linea con i requisiti introdotti dalla normativa secondaria. Sono noti i profili fiscali per l'adeguamento o meno delle strutture dei fondi.

La Banca d'Italia ha invitato da tempo gli intermediari a programmare le nuove iniziative ponendo particolare attenzione alla effettiva realizzabilità dei progetti nonché alla coerenza con il mutato scenario normativo.

Le norme di attuazione che sono state rese note per la consultazione danno attuazione alla nuova formulazione del Testo Unico della Finanza; muovono dall'esigenza di garantire pluralità dell'investimento e autonomia di gestione della SGR; affrontano il problema rilevante dei conflitti di interesse tra apportanti, investitori, soci delle SGR, management delle stesse. Viene eliminata anche la necessità dell'approvazione da parte della Banca d'Italia del regolamento e delle sue modifiche per i fondi riservati a particolari categorie di investitori. Questa norma è volta ad accentuare l'autonomia dei gestori nei casi in cui la qualità e l'esperienza degli investitori giustificano un'attenuazione delle esigenze di eterotutela da parte dell'organo di vigilanza.

La riforma avrà riflessi importanti sull'operatività delle SGR. Dovrà in particolare essere rivisto quel modello di business che ha dato spazio a iniziative contraddistinte da un numero estremamente ridotto di sottoscrittori, sovente in possesso di penetranti poteri di intervento sulla gestione del fondo.

L'impegnativo adeguamento alla nuova normativa costituisce al tempo stesso un'occasione per impostare lo sviluppo del comparto su nuove e più solide basi, dove la variabile fiscale giochi il suo equilibrato ruolo e non sia il fattore prevalente della crescita. Quest'ultima dovrà poggiare sulla qualità del servizio professionale offerto dai gestori, dotati di solidi presidi tecnici e organizzativi e in grado di valutare correttamente l'esposizione ai

⁴ Il già citato documento di modifica del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio del 14.4.2005 posto in consultazione nel marzo 2010 (cfr. nota 3) disciplina anche i meccanismi di *governance* dei fondi riservati e speculativi, circoscrivendo i poteri dei comitati dei partecipanti essenzialmente a fattispecie informative e consultive.

rischi strategici, operativi e reputazionali collegati ai progetti in essere o alle iniziative programmate.

TAVOLE E GRAFICI

Tavola 1

FONDI IMMOBILIARI CHIUSI: EVOLUZIONE DELL'ATTIVO E DEL PATRIMONIO NETTO

(milioni di euro; unità)

	dic-04	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	giu-10	dic-10
Fondi retail								
Numero fondi operativi	19	23	28	29	28	27	27	27
Totale attivo	6.531	8.057	10.118	10.674	10.185	9.461	9.282	9.185
<i>Di cui: immobili</i>	5.105	6.407	7.894	8.848	8.657	8.031	7.817	7.634
Indebitamento	1.301	1.797	2.677	2.916	2.983	2.978	2.915	2.787
NAV*	5.108	6.065	7.217	7.534	6.976	6.290	6.159	6.214
Leva finanziaria **	1,28	1,33	1,4	1,42	1,46	1,5	1,51	1,48
Fondi riservati								
Numero fondi operativi	11	36	78	114	157	174	177	190
Totale attivo	5.778	10.131	13.507	19.727	26.240	31.192	31.157	32.694
<i>Di cui: immobili</i>	5.415	8.644	11.354	16.643	22.901	27.216	27.889	29.041
Indebitamento	2.678	4.095	5.316	6.930	9.636	11.796	11.531	11.830
NAV	2.977	5.794	7.887	12.108	15.707	18.169	18.639	19.678
Leva finanziaria **	1,94	1,75	1,71	1,63	1,67	1,72	1,67	1,66
Fondi speculativi								
Numero fondi operativi	-	2	12	24	44	65	76	78
Totale attivo	-	369	3.488	5.622	5.694	6.877	7.360	8.491
<i>Di cui: immobili</i>	-	336	2.664	4.889	5.539	6.310	6.667	7.821
Indebitamento	-	207	1.209	3.606	4.011	4.742	4.898	5.422
NAV	-	148	1.144	1.853	1.763	1.859	2.078	2.628
Leva finanziaria**	-	2,5	3,05	3,03	3,38	3,7	3,54	3,23
Totale								
Numero fondi operativi	30	61	118	167	229	266	280	295
Totale attivo	12.309	18.557	27.113	36.022	42.390	47.530	47.799	50.369
<i>Di cui: immobili</i>	10.520	15.387	21.913	30.381	37.098	41.558	42.373	44.495
Indebitamento	3.979	6.099	9.894	13.453	16.630	19.516	19.344	20.038
NAV	8.084	12.007	16.248	21.496	24.446	26.317	26.876	28.520
Leva finanziaria**	1,52	1,55	1,67	1,68	1,73	1,81	1,78	1,77

Fonte: segnalazioni statistiche e di vigilanza

* Il NAV (Net Asset Value) rappresenta il valore complessivo netto (patrimonio netto) dei fondi comuni di investimento.

** La leva finanziaria è calcolata come rapporto tra le attività ed il valore complessivo netto del fondo.

Figura 1

EVOLUZIONE DEL PATRIMONIO NETTO DEI FONDI IMMOBILIARI (milioni di euro)

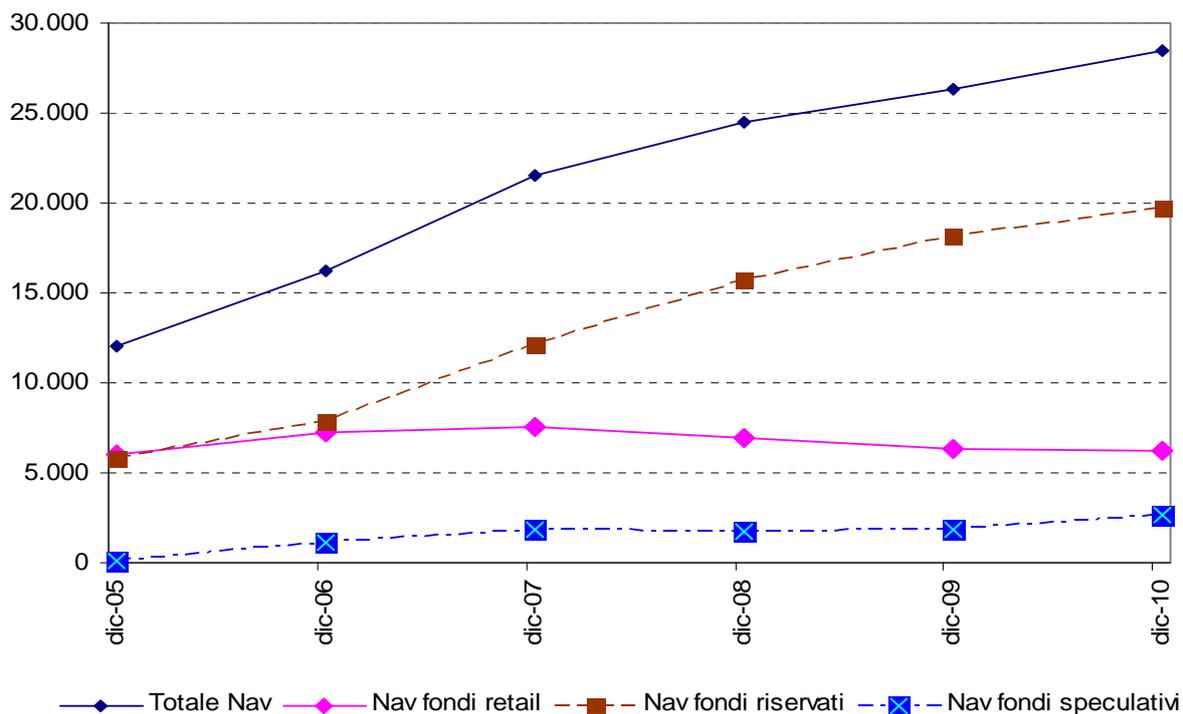
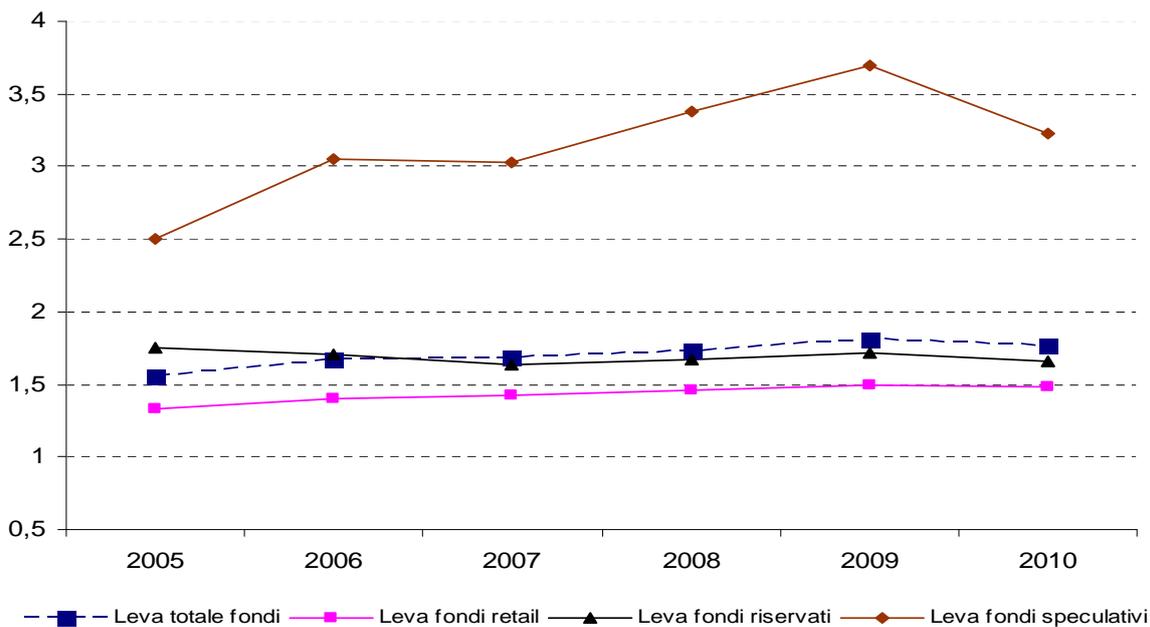


Figura 2

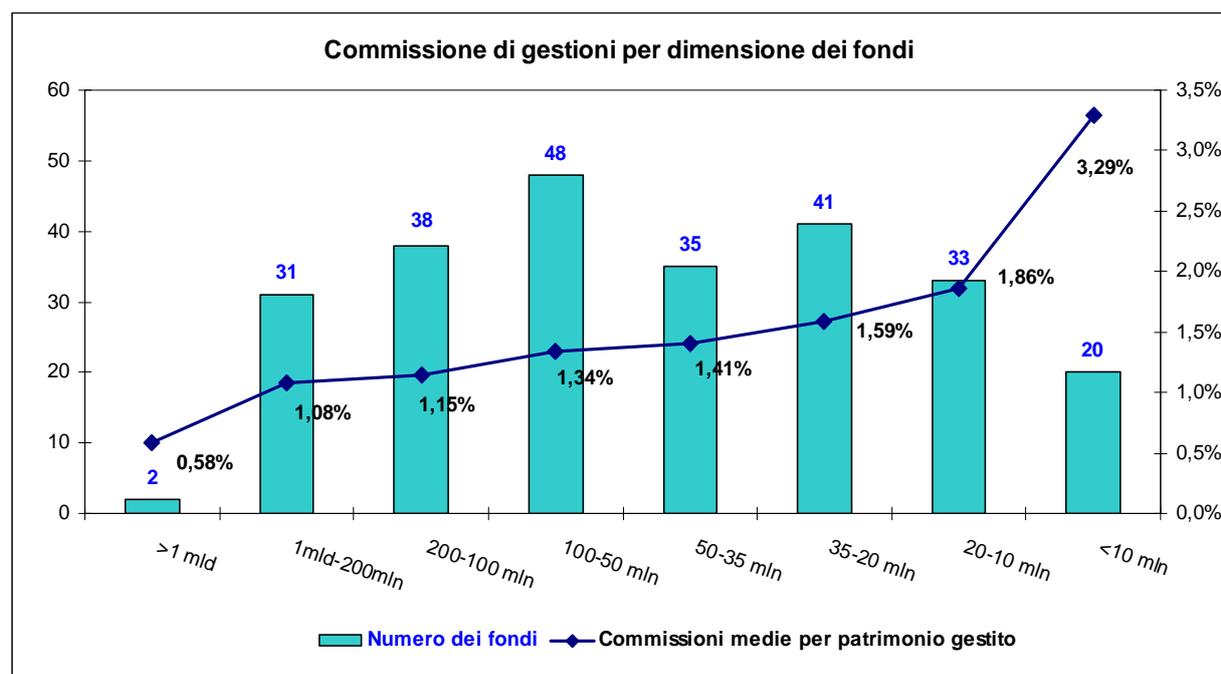
ANDAMENTO DELLA LEVA FINANZIARIA



SGR: dati di conto economico (1)					
SGR specializzate nella gestione di fondi chiusi immobiliari					
	dic-09		dic-10		Variazioni percentuali 2010 su 2009
	Valori assoluti	Valori percentuali (2)	Valori assoluti	Valori percentuali (2)	
Commissioni attive	267	110,8	312	109,9	16,8
Commissioni passive	26	10,8	28	9,9	7,8
Margine lordo gestione caratteristica (3)	241	100,0	284	100,0	17,8
Spese amministrative	155	64,2	174	61,3	12,5
di cui: per il personale	85	35,4	91	32,0	6,4
altri oneri di gestione	8	3,3	10	3,5	28,1
Totale costi operativi (4)	167	69,2	189	66,5	13,1
Altri proventi di gestione	13	5,3	10	3,6	-21,0
Risultato della gestione caratteristica	87	36,1	105	37,1	21,0
Risultato della gestione finanziaria	-2	-0,7	4	1,4	352,2
Risultato delle attività ordinarie	85	35,4	109	38,5	28,1
Imposte	32	13,3	33	11,6	3,2
Utile netto (perdita) di esercizio	53	22,1	76	26,9	43,0

(1) I dati sono tratti dalle segnalazioni di vigilanza. - (2) In percentuale del margine lordo della gestione caratteristica. - (3) Attività di gestione su base individuale e collettiva. - (4) Comprende le rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali

Figura 3



Fonte: segnalazioni di vigilanza al 31 dicembre 2010