

**REVISIONE DELLA DISCIPLINA SECONDARIA
IN MATERIA DI GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO**

**RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA 2007/16/CE CONCERNENTE LE ATTIVITA' IN CUI
POSSONO ESSERE INVESTITI I FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO ARMONIZZATI
(cd. "Eligible assets")**

Il presente documento contiene una revisione del Titolo V, Capitolo III ("Attività di investimento: divieti e norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio") del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio (Provvedimento del 14 aprile 2005).

*Eventuali osservazioni, commenti e proposte possono essere trasmessi, entro il **20 giugno 2008** a:*

Banca d'Italia, Servizio Vigilanza sull'Intermediazione Finanziaria, Divisione Normativa, via Milano, 64, 00184 ROMA (una copia in formato elettronico dovrà essere contestualmente inviata all'indirizzo: vif.normativa@bancaditalia.it).

DOCUMENTO PER LA CONSULTAZIONE

maggio 2008

BANCA D'ITALIA

Introduzione

La direttiva 2007/16CE (la “Direttiva”) del 19 marzo 2007 chiarisce talune definizioni contenute nella direttiva 85/611/CE di coordinamento delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM).

La “Direttiva” ha lo scopo di assicurare una applicazione uniforme delle disposizioni in materia di attività detenibili dai fondi comuni contenute nella direttiva 85/611/CEE: in particolare, l’intento è quello di ridurre le incertezze circa l’ammissibilità di alcune tipologie o categorie di strumenti finanziari nel novero degli strumenti che possono essere oggetto di investimento (“eligible assets”) da parte degli OICVM rientranti nella richiamata direttiva 85/611/CEE.

In materia il CESR ha emanato linee guida di livello 3 (“CESR’s Guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS”, Marzo 2007), al fine di omogeneizzare l’applicazione nei vari paesi delle misure contenute nella “Direttiva”.

Alla luce delle previsioni ivi contenute, appare opportuno apportare alcune modifiche alla vigente disciplina secondaria i cui effetti, in generale, sono quelli di un ampliamento delle possibilità di investimento dei fondi armonizzati.

Questo obiettivo è perseguito attraverso la modifica del Titolo V, Capitolo III (“Attività di investimento: divieti e norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio”) del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio (Provvedimento della Banca d’Italia del 14 aprile 2005), che viene integralmente sostituito¹.

La maggiore autonomia operativa riconosciuta ai gestori e le più ampie possibilità di investimento sono volte a rafforzare e favorire la competitività del settore del risparmio gestito.

Coerente con tale impostazione è la possibilità riconosciuta alle SGR di calcolare i limiti di esposizione dei fondi verso strumenti finanziari derivati (pari al massimo al 100 per cento del patrimonio netto del fondo) attraverso modelli interni basati su sistemi VAR, integrati con stress test, alternativo all’approccio ordinario basato sugli impegni (che stima la massima perdita potenziale per il fondo). L’utilizzo di tali modelli verrebbe subordinato a una autorizzazione della Banca d’Italia, rilasciata a seguito della verifica della sussistenza di adeguati requisiti organizzativi e quantitativi.

¹ Per facilitare l’analisi delle novità apportate alla regolamentazione vigente, oltre alla nuova versione del citato Capitolo III, viene allegata una versione dello stesso con evidenza delle modifiche apportate rispetto al testo in vigore.

TESTO DEL NUOVO CAPITOLO

CAPITOLO III ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO: DIVIETI E NORME PRUDENZIALI DI CONTENIMENTO E FRAZIONAMENTO DEL RISCHIO

SEZIONE I

DISPOSIZIONI DI CARATTERE GENERALE

1. Premessa

Il TUF affida alla Banca d'Italia il compito di stabilire le regole applicabili agli OICR in materia di divieti all'attività di investimento e di contenimento e frazionamento del rischio.

La Sezione II disciplina i limiti di investimento dei fondi aperti armonizzati, dando attuazione alle disposizioni contenute nella direttiva.

Nella Sezione III sono disciplinati i fondi aperti non armonizzati; ad essi sono riconosciuti maggiori spazi operativi rispetto a quelli armonizzati.

La Sezione IV prevede i limiti di investimento dei fondi chiusi mobiliari e immobiliari.

Le Sezioni V e VI, infine, riguardano rispettivamente i fondi riservati a investitori qualificati e i fondi speculativi.

Alle SICAV si applicano le Sezioni II e III a seconda che siano o meno armonizzate ⁽²⁾.

2. Fonti normative

La materia è regolata dall'art. 6, comma 1, lett. c), nn. 1 e 2, del TUF e dal D.M.⁽³⁾

3. Rispetto dei limiti e dei divieti

Il rispetto delle regole previste nelle presenti disposizioni deve essere assicurato in via continuativa.

I limiti posti all'investimento dei fondi non pregiudicano l'esercizio, da parte della SGR, dei diritti di sottoscrizione derivanti da strumenti finanziari in portafoglio. Nelle ipotesi in cui l'esercizio di tali diritti comporti il superamento dei

² Ai fini del presente Capitolo il "totale delle attività" delle SICAV – cui si fa riferimento per la verifica del supero dei limiti di investimento – è determinato deducendo le immobilizzazioni materiali e immateriali.

³ Ai fini della definizione della presente disciplina si è tenuto anche conto delle direttive 85/611/CEE (UCITS) e 2007/16/CE, di attuazione della UCITS con riguardo al chiarimento di alcune definizioni, della Raccomandazione 2004/83/CE della Commissione, del 27 aprile 2004, sull'uso degli strumenti finanziari derivati da parte degli OICVM nonché della linee guida del CESR (*CESR's guidelines concerning eligible assets for investments by UCITS* – CESR/07-044).

limiti di investimento, la posizione deve essere riportata nei limiti stabiliti nel più breve tempo possibile, tenendo conto dell'interesse dei partecipanti del fondo.

Analogo criterio andrà seguito per i casi di superamento dei limiti determinati da mutamenti del valore dei titoli in portafoglio in epoca successiva all'investimento ovvero da altri fatti non dipendenti dalla SGR.

Nel caso di fondi suddivisi in comparti, le disposizioni in materia di limiti all'attività di investimento dei fondi indicate nel presente Capitolo trovano applicazione nei confronti di ciascun comparto.

Ove non sia diversamente specificato, le disposizioni concernenti i limiti e i divieti che fanno riferimento a rapporti di qualunque natura esistenti tra il fondo e la SGR si applicano sia alla SGR che lo ha istituito, sia a quella, se diversa dalla prima, che lo gestisce.

4. Responsabile del procedimento

Il responsabile dei procedimenti amministrativi previsti nel presente Capitolo è il Capo del Servizio Vigilanza sull'Intermediazione Finanziaria.

SEZIONE II
OICR ARMONIZZATI

1. Oggetto dell'investimento e composizione complessiva del patrimonio

Gli OICR armonizzati investono il proprio patrimonio in attività: i) indicate nel presente paragrafo; ii) coerenti con la loro politica di investimento; iii) i cui rischi siano adeguatamente controllati [nell'ambito del processo di gestione del rischio]; iv) liquide, in modo da non compromettere l'obbligo dell'OICR di rimborsare le quote in qualunque momento secondo le modalità previste dal regolamento di gestione ⁽⁴⁾; v) rispetto alle quali la perdita potenziale massima che l'OICR può sostenere è limitata – ad eccezione degli strumenti indicati nelle successive lett. c, c-bis) e d) - al corrispettivo pagato.

In particolare, l'OICR può investire in:

- a) strumenti finanziari di cui all'art. 1, comma 2, lett. a) e b) ⁽⁵⁾ del TUF quotati che rispettino le seguenti condizioni:
- sia disponibile una valutazione affidabile che presuppone l'esistenza di prezzi accurati, affidabili e regolari o, in alternativa, espressi da sistemi di valutazione indipendenti dagli emittenti;
 - siano disponibili informazioni appropriate che assicurino comunicazioni regolari, complete e accurate sullo strumento o, laddove rilevante, sul portafoglio di riferimento dello strumento medesimo;
 - siano negoziabili.

La SGR valuta il grado di liquidità dei singoli strumenti tenendo conto di fattori rilevanti quali:

- i volumi, la frequenza e l'entità degli scambi;
- l'oggettività dei prezzi ed effettiva realizzabilità degli stessi sul mercato;
- l'andamento – all'interno di un lasso temporale congruo – dei prezzi di acquisto e di vendita e la comparabilità degli stessi;
- la diffusione dei prezzi attraverso fonti informative affidabili e riscontrabili.

Le SGR possono considerare liquidi gli strumenti finanziari quotati a meno che non siano disponibili informazioni che inducano a una valutazione diversa;

⁴ Il grado di liquidità va valutato con riguardo sia al singolo strumento finanziario – secondo quanto indicato nel presente paragrafo – sia alle caratteristiche del fondo in termini di concentrazione dei detentori delle quote, degli andamenti dei flussi di sottoscrizione e rimborso e, in generale, rivenienti dalle disposizioni del regolamento di gestione.

⁵ Ai fini delle presenti disposizioni, gli strumenti finanziari del mercato monetario sono considerati normalmente negoziati sul mercato monetario quando ricorre una delle seguenti condizioni:

- durata massima pari a 397 giorni alla data dell'emissione;
- durata residua massima pari a 397 giorni;
- il rendimento è sottoposto a rettifiche periodiche (e comunque almeno ogni 397 giorni) per tenere conto delle condizioni del mercato monetario;
- il profilo di rischio complessivo associato allo strumento è coerente con quello degli strumenti aventi le caratteristiche di cui ai precedenti alinea.

b) strumenti del mercato monetario di cui all'art. 1, comma 2, lett. b), del TUF non quotati che siano:

- emessi o garantiti da un'amministrazione centrale, regionale o locale o da una Banca centrale di uno Stato membro dell'UE, dalla Banca centrale europea, dall'UE o dalla Banca europea per gli investimenti, da uno Stato del "Gruppo dei 10" (G10) o classificato di qualità adeguata (*investment grade*) o da un organismo pubblico internazionale al quale appartengono uno o più Stati membri dell'UE;
- emessi da un'impresa i cui titoli sono quotati;
- emessi o garantiti da un istituto soggetto a vigilanza prudenziale di uno Stato dello Spazio economico europeo o di un paese del "Gruppo dei 10" (G10) o classificato di qualità adeguata (*investment grade*) da almeno una agenzia di rating riconosciuta o soggetto a norme prudenziali applicabili equivalenti a quelle stabilite per i soggetti domestici⁶.

Tali strumenti devono rispettare le seguenti condizioni:

- il valore dello strumento sia determinabile attraverso sistemi di valutazione affidabili e accurati che: i) consentano di determinare il valore al quale lo strumento può essere scambiato tra parti consapevoli e disponibili a realizzare l'operazione a condizioni di mercato; ii) siano basati su dati di mercato o su modelli di valutazione ivi compresi i sistemi basati sui costi ammortizzati⁷;
- siano disponibili informazioni appropriate, incluse quelle necessarie per valutare il rischio di credito derivante dall'investimento nello strumento di mercato monetario⁸.

⁶ L'equivalenza delle norme prudenziali applicabili deve essere accertata attraverso un'apposita delibera dall'organo amministrativo della SGR prima di procedere all'acquisto degli strumenti in questione.

⁷ Il metodo dei costi ammortizzati, al fine di assicurare che non vi sia una significativa discrepanza tra il valore dello strumento e il valore calcolato secondo detto metodo, può essere utilizzato solo con riferimento a strumenti che abbiano una vita residua non superiore a tre mesi e siano emessi da soggetti con elevato merito di credito.

⁸ Con riferimento agli strumenti del mercato monetario indicati:

I. di cui al primo alinea della lettera (qualora non garantiti da uno Stato membro ovvero, nel caso di uno Stato membro che è uno Stato federale, da uno dei membri che fanno parte della federazione) e secondo alinea, per informazioni appropriate si intendono: a) le informazioni sull'emissione o programma di emissione e sulla situazione giuridica e finanziaria dell'emittente prima dell'emissione dello strumento del mercato monetario; b) l'aggiornamento delle informazioni di cui alla lettera a) su base periodica e ogniqualvolta si verifichi un evento significativo; c) le informazioni di cui alla lettera a), verificate da parte di terzi adeguatamente qualificati non soggetti alle istruzioni dell'emittente; d) affidabili statistiche disponibili sull'emissione o sul programma di emissione.

II. Al primo alinea (qualora siano garantiti da uno Stato membro o, nel caso di uno Stato membro che è uno Stato federale, da uno dei membri che fanno parte della federazione e non emessi dalla Banca centrale europea o dalla Banca Centrale di uno Stato membro) per informazioni appropriate si intendono le informazioni sull'emissione o sul programma di emissione o sulla situazione giuridica e finanziaria dell'emittente prima dell'emissione dello strumento del mercato monetario.

III. Al terzo alinea della presente lettera, per informazioni appropriate si intendono: a) le informazioni sull'emissione o sul programma di emissione o sulla situazione giuridica e finanziaria dell'emittente prima dell'emissione dello strumento del mercato monetario; b) l'aggiornamento delle informazioni di cui alla lettera a) su base periodica e ogniqualvolta si verifichi un evento significativo; c) affidabili statistiche disponibili sull'emissione o sul programma di emissione o di altri dati che consentano una valutazione appropriata dei rischi di credito connessi agli investimenti in tali strumenti.

La SGR valuta il grado di liquidità dei singoli strumenti del mercato monetario tenendo conto di fattori rilevanti quali:

- la frequenza degli scambi;
 - il numero dei soggetti disposti a trattare lo strumento in acquisto e vendita, la natura delle sedi di scambio;
 - l’entità della emissione o del programma di emissione;
 - la possibilità di riscattare o vendere lo strumento a breve termine e a costi limitati.
- c) strumenti finanziari derivati quotati che abbiano ad oggetto attività in cui l’OICR può investire, indici finanziari ⁹), tassi d’interesse, tassi di cambio o valute e che rispettino le condizioni previste per gli strumenti finanziari quotati di cui alla lettera a) del presente paragrafo;
- c-bis) strumenti finanziari derivati di cui all’art. 1, comma 2, lett. h), del TUF (“derivati creditizi”) quotati, a condizione che:
- consentano il trasferimento del rischio di credito associato ad attività in cui l’OICR può investire;
 - non diano luogo alla consegna o al trasferimento, anche sotto forma di contante, di attività diverse da quelle in cui l’OICR può investire.
- Tali strumenti devono inoltre rispettare le condizioni previste per gli strumenti finanziari quotati di cui alla lettera a) del presente paragrafo.

⁹ Ai fini della presente disciplina gli indici finanziari sottostanti a strumenti derivati devono:

a) essere adeguatamente diversificati. A tal fine devono essere soddisfatte le seguenti condizioni:

- i) l’indice deve essere composto in modo tale che le oscillazioni dei prezzi o le transazioni riguardanti una componente dell’indice medesimo non influenzino indebitamente il rendimento dell’intero indice;
- ii) qualora l’indice sia composto da attività di cui al paragrafo 1 della presente Sezione, la sua composizione deve essere diversificata conformemente a quanto previsto dal par. 3.5 della presente Sezione;
- iii) qualora l’indice sia composto da attività diverse da quelle di cui al paragrafo 1 della presente Sezione, la sua composizione deve essere diversificata in modo equivalente a quanto previsto dal par. 3.5 della presente Sezione;

b) rappresentare un parametro di riferimento adeguato per il mercato al quale si riferiscono. A tal fine, devono soddisfatte le seguenti condizioni:

- i) l’indice misura il rendimento di un gruppo rappresentativo di sottostanti in modo rilevante e appropriato;
- ii) l’indice è rivisto o riequilibrato periodicamente, per assicurare che continui a riflettere i mercati ai quali si riferisce, in base a criteri che siano pubblicamente disponibili;
- iii) i sottostanti sono sufficientemente liquidi, in modo che l’indice possa essere replicato;

c) essere resi pubblici in modo adeguato. A tal fine, devono essere rispettati i seguenti criteri:

- i) la pubblicazione è basata su procedure efficaci per raccogliere i prezzi e per calcolare e pubblicare successivamente il valore dell’indice, inclusi i metodi di determinazione dei prezzi nel caso di componenti per i quali non siano disponibili prezzi di mercato;
- ii) sono fornite informazioni ampie e tempestive circa le metodologie di calcolo, le metodologie di riequilibrio dell’indice, le variazioni dell’indice o eventuali difficoltà operative a fornire informazioni tempestive o accurate.

Quando la composizione delle attività utilizzate come sottostanti dagli strumenti finanziari derivati su indici finanziari non soddisfa i criteri indicati alle lettere a), b) e c), tali strumenti finanziari derivati sono considerati strumenti finanziari derivati su una combinazione di attività in cui il fondo può investire.

d) strumenti finanziari derivati di cui alle precedenti lettere c) e c-bis) non quotati (“strumenti derivati OTC”), a condizione che:

- le controparti di tali contratti siano intermediari di elevato *standing* sottoposti a vigilanza prudenziale di uno Stato membro dell’UE o di un paese del “Gruppo dei 10” (G10);
- siano oggetto quotidianamente di valutazioni affidabili e verificabili. È tale la valutazione che soddisfi le seguenti condizioni:
 - a) la base per la valutazione dello strumento sia un valore di mercato aggiornato e affidabile ovvero, qualora tale valore non sia disponibile, lo stesso sia determinato sulla base di un meccanismo di calcolo che utilizzi una metodologia riconosciuta [dal mercato] come adeguata;
 - b) la verifica della valutazione sia compiuta, in alternativa, da: i) un soggetto terzo che sia indipendente dalla controparte del derivato OTC, con frequenza adeguata ed in modo tale che la SGR sia in grado di verificarla; ii) un’unità all’interno della SGR indipendente dalla struttura incaricata della gestione degli investimenti e dotata di adeguate risorse umane e tecniche;
- possano essere venduti, liquidati o chiusi attraverso una operazione di compensazione in qualsiasi momento al loro valore corrente per iniziativa dell’OICR;

e) strumenti finanziari di cui alla precedente lett. a) non quotati nel limite stabilito nel par. 6.7 della presente Sezione, che rispettino le seguenti condizioni:

- siano negoziabili;
- sia disponibile una valutazione affidabile che presuppone una valutazione periodica basata sulle informazioni provenienti dall’emittente il valore mobiliare o su analisi specializzate in materia di investimenti;
- siano disponibili informazioni appropriate che assicurino comunicazioni alla SGR regolari, complete e accurate sullo strumento o, laddove rilevante, sul portafoglio di riferimento dello strumento medesimo.

La SGR valuta il grado di liquidità dei singoli strumenti tenendo conto di fattori rilevanti quali:

- i volumi, la frequenza e l’entità degli scambi;
- l’oggettività dei prezzi ed effettiva realizzabilità degli stessi sul mercato;
- l’andamento – all’interno di un lasso temporale congruo – dei prezzi di acquisto e di vendita e la comparabilità degli stessi;
- la diffusione dei prezzi attraverso fonti informative affidabili e riscontrabili;

f) parti di OICR armonizzati;

g) parti di OICR non armonizzati aperti:

- il cui patrimonio può essere investito nelle attività di cui al presente paragrafo;

- per i quali, ove di diritto estero, sussistono le condizioni per il rilascio dell'autorizzazione di cui al Titolo VI, Capitolo V, par. 2⁽¹⁰⁾;
- la cui disciplina assicura un livello di protezione per l'investitore analogo a quello garantito dagli OICR armonizzati, avuto specifico riguardo alla disciplina in materia di deposito dei beni del fondo, di divieti di carattere generale e di limiti all'indebitamento⁽¹¹⁾;
- per i quali è prevista la redazione di un rendiconto annuale e di una relazione semestrale relativi alla situazione patrimoniale e reddituale dello stesso OICR;

g-bis) quote di fondi chiusi, qualora per tali fondi siano previsti meccanismi di *governance* equivalenti a quelli stabiliti per le società di capitali e la gestione è svolta da un'entità soggetta a regolamentazione per la protezione degli investitori; a seconda che le quote siano quotate o non quotate si applicano, rispettivamente, le condizioni previste nelle precedenti lett. a) ed e)⁽¹²⁾;

- h) depositi bancari presso banche aventi sede in uno Stato membro dell'UE o appartenente al "Gruppo dei dieci" (G-10), a condizione che:
- non abbiano una scadenza superiore a 12 mesi;
 - siano rimborsabili a vista o con un preavviso inferiore a 15 giorni.

Gli OICR possono detenere liquidità per esigenze di tesoreria.

2. Divieti di carattere generale

Nella gestione dell'OICR non è consentito:

- a) concedere prestiti in forme diverse da quelle previste in materia di operazioni a termine su strumenti finanziari (cfr. par. 6.6);
- b) vendere allo scoperto strumenti finanziari;
- c) investire in strumenti finanziari emessi dalla SGR che ha istituito o che gestisce il fondo;
- d) acquistare metalli e pietre preziosi o certificati rappresentativi dei medesimi;
- e) investire in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco della SGR o della SICAV, o da una società del gruppo, né tali beni possono essere direttamente o indirettamente ceduti ai medesimi soggetti. Il patrimonio del fondo non può essere altresì investito in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi a oggetto crediti ceduti da soci della società di gestione, o da soggetti appartenenti al loro gruppo, in misura superiore al 3 per cento del valore del fondo.

¹⁰ La sussistenza delle condizioni va accertata dall'organo amministrativo della SGR attraverso un'apposita delibera prima di procedere all'acquisto delle parti degli OICR non armonizzati. L'organo amministrativo definisce le procedure volte a verificare la permanenza delle condizioni; le verifiche effettuate devono risultare dalla documentazione interna della SGR.

¹¹ L'equivalenza del livello di protezione va accertata secondo quanto indicato nella nota precedente.

¹² In ogni caso l'investimento in quote di fondi chiusi non deve consentire l'aggiramento delle previsioni contenute nel presente capitolo.

Il divieto indicato alla lett. e) non trova applicazione con riferimento alle operazioni in titoli quotati e strumenti finanziari derivati.

3. Limiti alla concentrazione dei rischi

3.1 Limiti agli investimenti in strumenti finanziari di uno stesso emittente

Un OICR non può investire più del 5 per cento del totale delle attività negli strumenti finanziari di uno stesso emittente indicati nei punti a), b), e) [e g-bis)] del par. 1 della presente Sezione.

Tale limite è elevato:

- a) al 10 per cento, a condizione che si tratti di strumenti finanziari indicati nei punti a) e b) del par. 1 della presente Sezione e il totale degli strumenti finanziari degli emittenti in cui il fondo investe più del 5 per cento del totale delle attività non superi il 40 per cento del totale delle attività stesse. Non si tiene conto degli investimenti superiori al 5 per cento di cui alle successive lett. b) e c);
- b) al 35 per cento, quando gli strumenti finanziari sono emessi o garantiti da uno Stato dell'UE, dai suoi enti locali, da uno Stato aderente all'OCSE o da organismi internazionali di carattere pubblico di cui fanno parte uno o più Stati membri dell'UE;
- c) al 100 per cento, nel caso di strumenti finanziari di cui al precedente punto b), a condizione che:
 - l'OICR detenga strumenti finanziari di almeno sei emissioni differenti;
 - il valore di ciascuna emissione non superi il 30 per cento del totale delle attività;
 - tale facoltà di investimento sia prevista nel regolamento.

3.2 Limiti agli investimenti in depositi bancari

Un OICR non può investire in misura superiore al 20 per cento del totale delle attività in depositi presso un'unica banca. Tale limite è ridotto al 10 per cento nel caso di investimenti in depositi presso la propria banca depositaria. Ai fini della verifica di tali limiti non si tiene conto della liquidità detenuta per esigenze di tesoreria presso la banca depositaria.

Nel caso di depositi presso la banca depositaria o presso banche del gruppo di appartenenza della SGR le condizioni praticate al fondo devono essere almeno equivalenti a quelle applicate dalla banca medesima alla propria clientela primaria.

3.3 Limiti agli investimenti in strumenti finanziari derivati OTC

L'OICR non può avere un'esposizione su strumenti finanziari derivati OTC ⁽¹³⁾ verso una controparte superiore:

- al 10 per cento del totale delle sue attività, se la controparte è una banca;

¹³ L'esposizione è pari al valore dello strumento finanziario derivato OTC calcolato secondo i criteri di valutazione del patrimonio del fondo, al netto delle garanzie ricevute che abbiano le caratteristiche indicate nel par. 4 dell'Allegato V.3.2.

- al 5 per cento del totale delle sue attività, negli altri casi.

3.4 *Limiti complessivi agli investimenti*

Fermi restando i limiti di investimento stabiliti nei precedenti parr. 3.1, 3.2 e 3.3, il totale delle esposizioni di un OICR nei confronti di uno stesso emittente o dei soggetti appartenenti al medesimo gruppo ⁽¹⁴⁾ rivenienti da:

- investimenti in strumenti finanziari indicati nei punti a), b) ed e) del par. 1 della presente Sezione emessi dagli stessi;
- depositi bancari costituiti presso di essi;
- esposizioni su strumenti finanziari derivati OTC nei loro confronti;

non può essere superiore al 20 per cento del totale delle attività dell'OICR.

Attraverso l'investimento negli strumenti finanziari indicati nei punti b) e c) del par. 3.1., il citato limite complessivo agli investimenti può essere superato e portato, rispettivamente, al 35 e al 100 per cento delle attività dell'OICR.

3.5 *Fondi indice*

Un OICR la cui politica di investimento è di riprodurre la composizione di un determinato indice finanziario può derogare a quanto previsto nel par. 3.1, lett. a), della presente Sezione, a condizione che:

- 1) investa non più del 20 per cento del totale delle attività in strumenti finanziari di uno stesso emittente;
- 2) l'indice sia:
 - sufficientemente diversificato;
 - rappresentativo del mercato al quale si riferisce, di comune utilizzo, gestito e calcolato da soggetti di elevato *standing* e terzi rispetto alla SGR e sia costruito secondo metodologie che generalmente non escludono emittenti rilevanti del mercato di riferimento;
 - regolarmente pubblicato su una fonte di informazione facilmente accessibile al pubblico.

Ove l'indice sia riferito a mercati regolamentati nei quali prevalgono strumenti finanziari di singoli emittenti o gruppi di emittenti i limiti previsti nel punto 1) e nel par. 3.4 sono elevati al 35 per cento del totale delle attività.

Qualora i soggetti che gestiscono e calcolano l'indice appartengano al medesimo gruppo della SGR devono sussistere, ed essere documentate, efficaci misure volte alla gestione dei connessi conflitti di interesse.

3.6 *Deroghe per gli OICR neocostituiti*

Ferma restando l'esigenza di assicurare un'adeguata ripartizione dei rischi, un OICR, per un periodo massimo di 6 mesi dalla data di inizio operatività può derogare ai limiti di investimento indicati nella presente Sezione.

¹⁴ Per gruppo si intendono i soggetti italiani ed esteri legati da rapporti di controllo.

3.7 Attività sottostanti a strumenti finanziari derivati

Nel calcolo dei limiti di investimento:

- le operazioni in strumenti finanziari derivati su tassi e valute ⁽¹⁵⁾ non si riflettono sulla posizione in titoli riferita a ciascun emittente;
- gli strumenti derivati che hanno per oggetto titoli di singoli emittenti (es.: *future* o *equity swap* relativi a titoli specificamente individuati) sono equiparati ad operazioni a termine sui titoli sottostanti ⁽¹⁶⁾ e, pertanto, determinano, alternativamente, un incremento o una riduzione della posizione assunta dal fondo su tali titoli;
- nel caso di strumenti derivati aventi a oggetto indici finanziari con le caratteristiche di cui al punto 2 del par. 3.5 in cui vi sia una presenza significativa di alcuni titoli, la SGR verifica che la posizione complessiva riferita ai singoli emittenti tali titoli - tenendo anche conto degli altri strumenti finanziari dell'emittente detenuti dal fondo - sia coerente con i limiti indicati al par. 3.1 o al par. 3.5.
Tale verifica va effettuata per tutti i titoli sottostanti l'indice qualora quest'ultimo non abbia le caratteristiche di cui al punto 2 del par. 3.5 e, in ogni caso, quando si tratta di indici costruiti appositamente per i fondi gestiti.

4. Investimenti in parti di OICR aperti ⁽¹⁷⁾

Un OICR non può essere investito in parti di altri OICR armonizzati o non armonizzati aperti, quotati o non quotati, il cui patrimonio è investito, in misura superiore al 10 per cento delle attività, in parti di altri OICR armonizzati o non armonizzati.

Un OICR non può essere investito in parti di uno stesso OICR armonizzato per un valore superiore al 20 per cento del totale delle attività.

Un OICR non può essere investito in parti di uno stesso OICR non armonizzato aperto per un valore superiore al 10 per cento del totale delle attività.

Gli investimenti in parti di OICR non armonizzati aperti non possono complessivamente superare il 30 per cento del totale delle attività dell'OICR.

5. Strumenti finanziari derivati ⁽¹⁸⁾

Qualificazione del fondo

L'organo con funzione di supervisione strategica della SGR, con apposita delibera, classifica il fondo come "fondo sofisticato" o come "fondo non sofisticato", tenendo conto dei seguenti criteri:

- grado di incidenza degli strumenti finanziari derivati sul totale del portafoglio;
- complessità degli strumenti finanziari derivati utilizzati;

¹⁵ Sono assimilati ai derivati su tassi i *future* su titoli nozionali negoziati su mercati regolamentati.

¹⁶ Nel caso di opzioni si fa riferimento al valore corrente del titolo sottostante moltiplicato per il fattore delta dell'opzione.

¹⁷ La composizione del portafoglio degli OICR acquistati, quale risulta dalle previsioni regolamentari, deve essere compatibile con la politica di investimento del fondo.

¹⁸ Ai fini del presente paragrafo, i *warrant* e i diritti di opzione connessi ad operazioni sul capitale delle società emittenti non sono considerati strumenti finanziari derivati. Il loro valore va a incrementare la posizione nel titolo cui danno diritto.

- complessità delle strategie e delle tecniche di investimento adottate.

Le SGR adottano metodologie adeguate a misurare e monitorare i rischi derivanti dall'utilizzo di strumenti finanziari derivati anche tenuto conto della classificazione del fondo.¹⁹

Esposizione complessiva in derivati

L'esposizione complessiva in strumenti finanziari derivati non può essere superiore al valore complessivo netto del fondo. L'esposizione è calcolata secondo uno dei due seguenti metodi:

a) metodo degli impegni

L'esposizione complessiva in strumenti finanziari derivati è pari alla somma⁽²⁰⁾:

- degli impegni assunti dal fondo in relazione a transazioni in strumenti finanziari derivati, determinati secondo quanto indicato nell'allegato V.3.1 del regolamento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005;
- del rischio di controparte relativo agli strumenti finanziari derivati OTC⁽²¹⁾, determinato secondo quanto indicato nell'allegato V.3.2 del Regolamento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005.

b) metodo dei modelli interni

Le SGR possono calcolare l'esposizione complessiva in strumenti finanziari derivati sulla base di propri modelli interni, purché questi soddisfino una serie di criteri organizzativi e quantitativi e siano autorizzati dalla Banca d'Italia.

I modelli interni si basano sul controllo quotidiano dell'esposizione al rischio di mercato complessivo del portafoglio del fondo ("esposizione complessiva"), calcolata attraverso un approccio fondato su procedure statistiche (approccio del "valore a rischio", VaR). La metodologia VaR deve essere integrata con altre forme di misurazione e controllo dei rischi.

È inoltre necessario che l'organo di supervisione strategica della SGR sia consapevole delle principali ipotesi e dei limiti impliciti del modello.

La SGR che intende utilizzare un proprio modello interno deve possedere un sistema di gestione del rischio progettato in maniera corretta e coerente ed applicato in maniera esaustiva.

Ai fini dello sviluppo, dell'utilizzo e dell'autorizzazione del modello interno si applicano le disposizioni di cui all'allegato.

Limiti all'operatività in strumenti finanziari derivati

Non sono consentite operazioni in derivati equivalenti a vendite allo scoperto che configurano per il fondo un obbligo di consegnare a scadenza le attività sottostanti il contratto derivato (es.: non rientra tra le vendite allo scoperto

¹⁹ Per la gestione dei rischi dei fondi sofisticati le SGR adottano adeguate metodologie basate almeno su sistemi di tipo VaR integrati da *stress test*.

²⁰ Nella determinazione degli impegni assunti dal fondo le operazioni di compravendita a termine con regolamento oltre 5 giorni sono equiparate ai contratti *future*, secondo quanto previsto nell'Allegato V.3.1. Le operazioni su strumenti finanziari non derivati effettuate su mercati regolamentati, da regolare alla prima data utile di liquidazione, non sono considerate operazioni di compravendita a termine.

²¹ Sono considerati derivati OTC anche i derivati quotati in mercati che non prevedano: una controparte centrale che fornisce garanzia di adempimento, una valutazione *mark to market* quotidiana, la costituzione di margini giornalieri.

l'acquisto di un'opzione *call* o *put*, mentre è da considerarsi equivalente ad una vendita allo scoperto l'emissione di un'opzione *call* tranne il caso in cui i titoli sottostanti il contratto derivato siano presenti nel portafoglio dell'OICR per tutta la durata dell'operazione).

Non configurano vendite allo scoperto le operazioni in strumenti derivati che sono regolate in contanti (es.: *future* su indici), a condizione che il fondo detenga disponibilità liquide o titoli di rapida e sicura liquidabilità il cui valore corrente sia almeno equivalente a quello degli impegni assunti ⁽²²⁾.

6. Altre regole prudenziali

6.1 Limiti alla detenzione di diritti di voto

Una SGR non può detenere, attraverso l'insieme dei fondi comuni di investimento aperti o patrimoni di SICAV che essa gestisce, diritti di voto di una stessa società per un ammontare - rapportato al totale dei diritti di voto - pari o superiore al:

- 10 per cento se la società è quotata;
- 20 per cento se la società non è quotata.

In ogni caso una SGR non può, tramite i fondi aperti o patrimoni di SICAV che gestisce, esercitare - anche attraverso la partecipazione a sindacati di voto - il controllo sulla società emittente.

Ai soli fini dei presenti limiti, non rileva la sospensione dalla quotazione degli strumenti finanziari che attribuiscono i diritti di voto.

Ai fini dei limiti stabiliti nel presente paragrafo, ciascuna SGR deve computare i diritti di voto concernenti:

- 1) i fondi aperti e i patrimoni di SICAV che essa gestisce, salvo che i diritti di voto siano attribuiti - ai sensi dell'art. 40, comma 3, del TUF - alle SGR promotrici o alle SICAV stesse;
- 2) i fondi aperti che essa promuove, nel solo caso in cui l'esercizio dei diritti di voto non spetti al gestore, ai sensi del citato art. 40, comma 3, del TUF.

6.2 Limite alla detenzione di strumenti finanziari senza diritti di voto

Un OICR non può detenere, con riferimento al totale delle singole categorie di strumenti finanziari di un unico emittente, un ammontare superiore al:

- a) 10 per cento del totale delle azioni senza diritto di voto di uno stesso emittente;
- b) 10 per cento del totale delle obbligazioni di uno stesso emittente;
- c) 25 per cento del totale delle parti di uno stesso OICR armonizzato o non armonizzato;
- d) 10 per cento del totale degli strumenti del mercato monetario di uno stesso emittente.

²² Le operazioni su strumenti finanziari derivati su titoli nozionali di natura obbligazionaria non sono considerate operazioni di vendita allo scoperto se il fondo detiene strumenti finanziari che abbiano una stretta correlazione (sulla base di parametri quali la valuta di denominazione, la vita residua o indicatori sintetici quali la *duration*) con quelli consegnabili.

Tali limiti non si applicano agli strumenti finanziari di cui al par. 3.1, lett. b) e c), della presente Sezione.

I limiti di cui alle lett. b), c) e d) possono non essere rispettati all'atto dell'acquisto se in quel momento non è possibile calcolare l'importo lordo delle obbligazioni o degli strumenti del mercato monetario o l'importo netto dei titoli emessi.

6.3 *Operazioni di collocamento del gruppo*

Per ciascuna operazione di collocamento di strumenti finanziari operata da società del gruppo di appartenenza della SGR, quest'ultima non può acquistare, in fase di collocamento, strumenti finanziari in misura complessivamente superiore al 25 per cento dell'ammontare dell'impegno di collocamento assunto da ciascuna società in questione.

6.4 *Strumenti finanziari strutturati*

Ai fini del presente paragrafo, gli strumenti finanziari di cui al par. 1, lett. a) e b), incorporano strumenti derivati qualora ricorrano le seguenti condizioni:

- a) in virtù dell'elemento incorporato una parte o la totalità dei flussi di cassa dipende da un determinato tasso di interesse, prezzo di uno strumento finanziario, tasso di cambio, indice di prezzi o di tassi, valutazione del merito di credito o indice di credito o da altra variabile e, pertanto, varia in modo analogo ad un derivato a sé stante;
- b) le caratteristiche economiche e i rischi dell'elemento incorporato non sono strettamente correlati alle caratteristiche economiche e ai rischi del titolo ospite;
- c) l'elemento incorporato ha un impatto significativo sul profilo di rischio e sul prezzo dello strumento finanziario;
- d) l'elemento incorporato non è trasferibile separatamente dal titolo ospite.

Nel caso in cui lo strumento finanziario acquistato dall'OICR presenti le caratteristiche di cui alle lettere da a) a d) del presente paragrafo, gli impegni per il fondo rivenienti dalla componente derivata incorporata devono essere computati ai fini dei limiti stabiliti nelle presenti disposizioni per le operazioni in strumenti finanziari derivati.

Nell'ipotesi in cui la componente derivativa sia trasferibile separatamente dal titolo ospite, ai fini dell'applicazione dei limiti di investimento stabiliti nelle presenti disposizioni si deve fare riferimento alle posizioni assunte sui predetti strumenti finanziari sottostanti.

6.5 *Assunzione di prestiti*

Nell'esercizio dell'attività di gestione, l'OICR può - entro il limite massimo del 10 per cento del valore complessivo netto del fondo - assumere prestiti finalizzati a fronteggiare, in relazione ad esigenze di investimento o disinvestimento dei beni del fondo, sfasamenti temporanei nella gestione della tesoreria.

La durata dei prestiti assunti deve essere correlata alla finalità dell'indebitamento e comunque non può essere superiore a 6 mesi.

Nel caso di indebitamento a vista, il relativo utilizzo deve caratterizzarsi per un elevato grado di elasticità.

Nei limiti di cui sopra non si computano i prestiti in valuta estera con deposito presso il mutuante di un corrispondente importo di valuta nazionale (cc.dd. prestiti *back-to-back*).

6.6 *Tecniche di gestione efficiente del portafoglio*

Ai fini di una più efficiente gestione del portafoglio, un OICR - coerentemente con la propria politica di investimento - può effettuare operazioni di compravendita di titoli con patto di riacquisto (pronti contro termine), riporto, prestito di titoli ed altre assimilabili, a condizione che le operazioni siano effettuate all'interno di un sistema standardizzato, organizzato da un organismo riconosciuto di compensazione e garanzia ovvero concluse con intermediari di elevato *standing* e sottoposti alla vigilanza di un'autorità pubblica.

Tali operazioni devono essere:

- economicamente appropriate, in quanto realizzate in modo efficiente per quanto attiene ai costi sopportati dal fondo;
- poste in essere in relazione a uno dei seguenti fini:
 - a) riduzione del rischio del fondo;
 - b) riduzione del costo per il fondo;
 - c) generazione di capitale o di reddito aggiuntivi, con un livello di rischio coerente con il profilo di rischio del fondo e nel rispetto dei limiti prudenziali previsti nel presente capitolo.

I rischi di dette operazioni devono essere costantemente controllati.

6.7 *Strumenti finanziari non quotati*

Un OICR può investire in strumenti finanziari indicati nelle lett. e) e g-bis) non quotati del par. 1 della presente Sezione nel limite del 10 per cento del totale delle attività⁽²³⁾.

²³ In ogni caso un OICR non può essere investito in titoli di debito di società a responsabilità limitata od obbligazioni di società per azioni emesse ai sensi dell'art. 2412, comma 2, del codice civile.

SEZIONE III
OICR APERTI NON ARMONIZZATI

1. Disciplina dei fondi aperti non armonizzati

Ai fondi aperti non armonizzati si applicano le disposizioni della Sezione II per gli OICR armonizzati, salvo quanto di seguito indicato.

Il limite previsto dal par. 3.1, lett. a), della Sezione II, relativo al limite di investimento in strumenti finanziari quotati, è elevato al 15 per cento.

Non si applica quanto previsto nel par. 3.1, lett. c), 1° alinea, nel par. 4, ultimo capoverso. I limiti di cui al par. 6.2 della Sezione II sono raddoppiati.

I fondi aperti non armonizzati possono investire sino al limite complessivo massimo del 20 per cento del totale delle attività in fondi speculativi italiani o esteri (ivi inclusi quelli che investono una quota superiore al 10 per cento delle proprie attività in altri organismi di investimento collettivo del risparmio) per i quali sussistano le condizioni previste nel Titolo VI, Capitolo V, par. 2, per la commercializzazione di OICR non armonizzati in Italia (24). L'investimento in fondi della specie è subordinato alle seguenti condizioni:

- il regolamento del fondo acquistato preveda che il valore della quota sia calcolato almeno una volta al mese facendo riferimento a valori delle attività riferiti a una data recente (es.: non più di un mese);
- siano previste adeguate forme per rendere conoscibili ai partecipanti le attività e le passività in cui è investito il fondo;
- siano previsti limiti di investimento volti a garantire un sufficiente frazionamento del portafoglio;
- il fondo investa in via prevalente in strumenti finanziari dotati di un adeguato grado di liquidità;
- in caso di fondi esteri, il depositario e l'*administrator* siano sottoposti a forme di vigilanza prudenziale da parte di un'autorità di uno Stato appartenente all'UE o del G10;
- sia fissata nel regolamento di gestione la leva finanziaria massima che il fondo speculativo potrà raggiungere computando ogni modalità tecnica (finanziamento, operazioni a termine, derivati ecc.);

L'investimento in un singolo fondo chiuso o speculativo non può essere superiore al 5 per cento del totale delle attività; nel caso di fondi speculativi che investono esclusivamente in altri OICR, il limite è elevato al 20 per cento.

²⁴ La sussistenza delle condizioni va accertata dall'organo amministrativo della SGR attraverso un'apposita delibera prima di procedere all'acquisto delle parti degli OICR. L'organo amministrativo definisce le procedure volte a verificare la permanenza delle condizioni; le verifiche effettuate devono risultare dalla documentazione interna della SGR.

SEZIONE IV
FONDI CHIUSI

1. Composizione complessiva del portafoglio

Il fondo comune istituito in forma chiusa investe il proprio patrimonio in:

- a) strumenti finanziari diversi dalle quote di OICR;
- b) OICR:
 - chiusi italiani o esteri per i quali sussistano le condizioni previste nella Sezione II;
 - armonizzati o non armonizzati aperti come definiti nella Sezione II, par. 1;
 - speculativi italiani ed esteri nei limiti e alle condizioni indicati nella Sezione III, par.1;
- c) beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari;
- d) crediti e titoli rappresentativi di crediti;
- e) altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale;
- f) depositi bancari.

I fondi chiusi possono detenere liquidità per esigenze di tesoreria.

2. Divieti di carattere generale

Si applicano i divieti previsti nella Sezione II, par. 2, lett. b), c) ed e), salve le deroghe previste per i fondi immobiliari dal D.M.

Nella gestione del fondo chiuso non è consentito svolgere attività diretta di costruzione di beni immobili.

3. Limiti alla concentrazione dei rischi

3.1 Strumenti finanziari e depositi bancari

Il fondo chiuso non può essere investito in strumenti finanziari non quotati di uno stesso emittente e in parti di uno stesso OICR per un valore superiore al 20 per cento del totale delle attività.

Si applicano le disposizioni previste per gli OICR armonizzati nella Sezione II, parr. 3.1, 3.2, 3.3, nonché 3.4⁽²⁵⁾. Il limite del 10 per cento previsto dal par. 3.1, lett. a), è elevato al 15 per cento. Il limite complessivo previsto dal par. 3.4⁽²⁶⁾, primo paragrafo, è elevato al 30 per cento del totale delle attività del fondo nel caso in cui il gruppo non sia quello di appartenenza della SGR.

²⁵ Ai fini del rispetto del limite previsto nella Sezione II, par. 3.4, si tiene conto anche dei beni previsti nel par. 5, 2° capoverso, della presente Sezione.

²⁶ Cfr. nota precedente.

3.2 *Beni immobili e diritti reali immobiliari*

Il fondo non può essere investito, direttamente o attraverso società controllate, in misura superiore a un terzo delle proprie attività in un unico bene immobile avente caratteristiche urbanistiche e funzionali unitarie.

3.3 *Società immobiliari*

L'investimento diretto o attraverso società controllate in società immobiliari che prevedano nel proprio oggetto sociale la possibilità di svolgere attività di costruzione è limitato - per i soli fondi immobiliari - al 10 per cento del totale delle attività del fondo.

3.4 *Altri beni*

Per l'investimento nei beni di cui al par. 1, lett. e), la SGR indica nel regolamento del fondo limiti di frazionamento che, tenuto conto della natura dei beni e delle caratteristiche dei mercati di riferimento, assicurino una ripartizione del rischio almeno equivalente a quella riveniente dall'applicazione delle limitazioni stabilite nelle presenti disposizioni.

4. **Strumenti finanziari derivati**

Si applicano le disposizioni previste per i fondi aperti nella Sezione II, par. 5.

5. **Investimenti in crediti**

Nel caso di fondi istituiti per realizzare operazioni di cartolarizzazione di crediti ai sensi della legge 30 aprile 1999, n. 130, il patrimonio del fondo è investito per intero in tali crediti.

Nel caso di fondi che investono in beni di cui al par. 1, lett. d), diversi da quelli istituiti per realizzare operazioni di cartolarizzazione, l'investimento in crediti verso una stessa controparte non può eccedere il 20 per cento del totale delle attività del fondo.

6. **Altre regole prudenziali**

6.1 *Limiti alla detenzione di diritti di voto*

Si applicano le disposizioni previste per i fondi aperti nella Sezione II, par. 6.1, limitatamente ai diritti di voto in società quotate. Tali limiti possono essere superati solo nell'ambito di operazioni volte a valorizzare la partecipazione con l'obiettivo di cederla, nell'interesse dei partecipanti, in un orizzonte temporale coerente con la politica di investimento del fondo.

6.2 *Assunzione di prestiti*

6.2.1 *Fondi immobiliari*

Gli OICR possono assumere prestiti, direttamente o tramite società controllate, nel limite massimo del 60 per cento del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari e del 20 per cento del valore degli altri beni. Entro tale limite complessivo, i fondi immobiliari

possono assumere prestiti, fino al limite del 10 per cento del valore complessivo netto del fondo, per effettuare rimborsi anticipati in occasione di nuove emissioni di quote.

6.2.2 *Altri fondi chiusi*

Gli OICR possono assumere prestiti, anche per effettuare rimborsi anticipati in occasione di nuove emissioni di quote, entro il limite massimo del 10 per cento del valore complessivo netto del fondo.

I fondi possono concedere propri beni in garanzia a fronte di finanziamenti ricevuti se la garanzia è funzionale o complementare all'operatività del fondo.

6.3 *Concessione di prestiti*

Nella gestione del fondo - ferme restando le riserve di attività previste per le banche e per gli intermediari finanziari - è consentito concedere prestiti unicamente:

- attraverso operazioni a termine su strumenti finanziari (pronti contro termine, riporti, prestito titoli e operazioni assimilabili), secondo le disposizioni del par. 6.6, della Sezione II;
- funzionali o complementari all'acquisto o alla detenzione da parte del fondo di partecipazioni. Ai fini del calcolo del limite indicato al precedente par. 3.1 si tiene conto anche dei prestiti concessi.

Inoltre, i fondi chiusi che prevedono l'investimento in beni immobili possono concedere tali beni in locazione con facoltà di acquisto per il locatario (c.d. *leasing immobiliare*).

6.4 *Operazioni di collocamento del gruppo*

Si applicano le disposizioni previste per i fondi aperti nella Sezione II, par. 6.3.

6.5 *Titoli strutturati*

Si applicano le disposizioni previste per i fondi aperti alla Sezione II, par. 6.4.

6.6 *Investimenti in OICR*

Il fondo chiuso non può acquistare OICR il cui patrimonio è investito, in misura superiore al 10 per cento del totale delle attività, in parti di altri OICR.

7. Fondi immobiliari ex art. 14-bis della L. 25.1.1994, n. 86

Ai fondi immobiliari previsti dall'art. 14-bis della legge 25.1.1994, n. 86, si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni previste nella presente Sezione.

8. Deroghe per gli OICR neocostituiti

Ferma restando l'esigenza di assicurare un'adeguata ripartizione dei rischi, gli OICR, per un periodo massimo di 6 mesi dall'inizio dell'operatività, possono derogare ai limiti di investimento indicati nella presente Sezione.

SEZIONE V
FONDI RISERVATI A INVESTITORI QUALIFICATI

1. Disciplina applicabile

Ai fondi riservati aperti e chiusi si applicano le disposizioni previste, rispettivamente, nelle Sezioni II e IV.

I fondi riservati possono investire in fondi speculativi italiani o esteri per i quali sussistano le condizioni previste dal Titolo VI, Capitolo V, par. 2, entro il limite del 30 per cento del totale delle attività del fondo.

I fondi aperti riservati possono investire in fondi chiusi italiani o esteri per i quali sussistano le condizioni previste nella Sezione II.

I fondi chiusi riservati possono investire in fondi chiusi esteri per i quali non sussistono le condizioni previste nella Sezione II.

2. Deroghe ai limiti alla concentrazione dei rischi

In deroga a quanto previsto dai parr. 3, 4, 5 e 6, ad eccezione del par. 6.5, della Sezione II e dei parr. 3, 4, 5 e 6, ad eccezione dei parr. 6.2.1 e 6.2.2 ⁽²⁷⁾, della Sezione IV, i fondi riservati aperti e chiusi possono adottare nel regolamento di gestione limiti diversi da quelli previsti nel presente regolamento.

²⁷ Limitate deroghe a quanto previsto nei parr. 6.5 della Sezione II e 6.2.2 della Sezione IV del presente Capitolo in materia di assunzione di prestiti possono essere previste in relazione a particolari operazioni di investimento coerenti con la politica di gestione del fondo.

SEZIONE VI
FONDI SPECULATIVI

1. Oggetto dell'investimento e composizione complessiva del portafoglio

I fondi speculativi investono il proprio patrimonio nei beni indicati nel regolamento del fondo ⁽²⁸⁾.

Il regolamento dei fondi speculativi può stabilire limiti diversi da quelli previsti nel presente Capitolo, fermi restando il rispetto delle disposizioni in materia di attività riservate e l'esigenza di assicurare un frazionamento degli investimenti coerente con gli obiettivi di ottimizzazione del portafoglio.

I fondi di fondi possono investire il patrimonio in OICR (fondi di primo livello) che a loro volta investano in altri OICR (fondi di secondo livello) solo ove questi ultimi siano direttamente investiti in strumenti finanziari diversi dagli OICR ⁽²⁹⁾.

2. Garanzie rilasciate

Nel caso di garanzie rilasciate dal fondo, a fronte dei finanziamenti ricevuti, che comportino il trasferimento al soggetto finanziatore della titolarità dei beni costituiti in garanzia, le SGR si assicurano, attraverso opportuni meccanismi contrattuali:

- che il valore dei beni costituiti in garanzia - determinato facendo riferimento ai prezzi di mercato - non superi, se non in misura limitata e tenuto conto degli ordinari scarti di garanzia, l'importo del finanziamento ricevuto;
- la facoltà incondizionata di chiudere la posizione - ottenendo quindi la restituzione immediata delle garanzie dietro estinzione anticipata del prestito, anche prima della scadenza - al verificarsi di eventi, riguardanti il finanziatore, che pongano in pericolo la restituzione delle garanzie al fondo (c.d. clausola di "set off" del contratto).

²⁸ Tali beni possono essere anche diversi da quelli indicati nell'art. 4, comma 2, del D.M.

²⁹ Per le indicazioni da fornire nel rendiconto di gestione cfr. Allegati IV.6.1 e IV.6.2.

ALLEGATO

METODOLOGIA DEI MODELLI INTERNI

SEZIONE I

REQUISITI ORGANIZZATIVI

1. Governo societario

Gli organi con funzioni di supervisione strategica, gestione e controllo, ciascuno secondo le rispettive competenze e responsabilità, definiscono le politiche generali del sistema di gestione del rischio di mercato, sono responsabili della sua realizzazione, vigilano sul suo concreto funzionamento, verificano la sua complessiva funzionalità e rispondenza ai requisiti previsti dalla normativa. Particolare attenzione va prestata ai processi, alle funzioni e agli altri profili che assumono rilievo ai fini della determinazione dell'”esposizione complessiva”.

2. Organizzazione e sistema dei controlli

2.1 Controlli di linea

I controlli di linea sono effettuati dalle strutture deputate alla gestione del portafoglio dei fondi (front office) e da quelle responsabili della gestione delle transazioni (back-office); essi possono essere di tipo automatico ovvero disciplinati da appositi protocolli operativi, ad esempio controlli di tipo gerarchico.

In ogni caso, il sistema dei controlli di linea deve essere adeguatamente documentato e conosciuto dai responsabili delle singole unità operative.

I controlli sono finalizzati alla verifica della correttezza, completezza e coerenza interna delle informazioni sulle transazioni ed al rispetto dei limiti operativi.

2.2 Controlli di secondo livello: la funzione di gestione del rischio

La SGR dispone di una funzione di gestione del rischio, indipendente dalle unità di front office, che risponde direttamente all'organo con funzione di gestione.

La funzione è responsabile della progettazione e della messa in atto del sistema di gestione del rischio nonché dell'elaborazione e dell'analisi dei rapporti quotidiani sui risultati del modello di misurazione del rischio. I rapporti quotidiani della funzione sono esaminati da dirigenti di livello gerarchico tale da poter imporre riduzioni sia delle posizioni assunte sia dell'esposizione complessiva al rischio del fondo.

La SGR stabilisce procedure per verificare e imporre l'osservanza di una serie definita di politiche e controlli interni sull'insieme del funzionamento del sistema di misurazione dei rischi.

Tale sistema è ben documentato, ad esempio mediante un manuale di gestione del rischio che ne descriva i principi fondamentali e fornisca una spiegazione delle tecniche impiegate per misurare i rischi di mercato.

Il modello è integrato nel processo quotidiano di gestione e deve essere in grado di fornire agli organi aziendali le informazioni sull'esposizione al rischio del fondo.

La SGR pone in essere un programma di prove di stress (cfr. Sezione IV).

2.3 La convalida interna del modello

Il processo di convalida è costituito da una serie di attività e procedure volte ad assicurare che il modello sia progettato in maniera corretta e coerente e in grado di catturare adeguatamente tutti i rischi rilevanti.

La convalida è effettuata quando il modello viene inizialmente sviluppato e quando vengono apportate delle modifiche significative. La convalida è anche condotta su base continuativa.

L'attività di convalida deve essere svolta da soggetti qualificati e indipendenti dal processo di sviluppo del modello stesso, ancorché collocati funzionalmente nella stessa funzione di gestione del rischio. In ogni caso le attività di convalida devono essere svolte da soggetti non coinvolti nella funzione di revisione interna.

La convalida interna del modello prevede almeno:

- a) studi atti a dimostrare che le assunzioni adottate nel modello interno siano appropriate e non sottostimino il rischio;
- b) in aggiunta ai programmi di valutazione retrospettiva regolamentari, analisi condotte utilizzando prove addizionali⁽³⁰⁾.

I risultati delle attività di convalida sono adeguatamente documentati e sottoposti alle valutazioni della funzione di revisione interna e degli organi aziendali.

2.4. La revisione interna

La funzione di revisione interna procede ad un riesame dell'intero processo di gestione del rischio almeno una volta l'anno. Il riesame deve prendere in considerazione:

- l'adeguatezza rispetto alle prescrizioni della normativa del sistema di gestione del rischio, inclusa la relativa documentazione, e dell'organizzazione della funzione di gestione del rischio;
- l'integrazione dei risultati del modello interno nella gestione del portafoglio del fondo;
- l'attendibilità complessiva del sistema informativo;

⁽³⁰⁾ Che possono includere, ad esempio:

- test condotti utilizzando variazioni ipotetiche del valore del portafoglio (che si realizzerebbero qualora le posizioni di fine giornata rimanessero immutate);
- test basati su periodi di osservazione più lunghi di quanto richiesto per il programma di validazione retrospettiva regolamentare (ad es. 3 anni);
- test condotti con intervalli di confidenza diversi da quello, pari al 99 per cento, richiesto dagli standard quantitativi;
- test retrospettivi basati su portafogli definiti ad un livello inferiore rispetto all'intero portafoglio del fondo.

- i modelli di misurazione del rischio e i sistemi di valutazione che sono utilizzati dagli addetti al *front-office* e al *back-office*;
- l'accuratezza e la completezza dei dati, l'accuratezza e la congruità delle ipotesi di volatilità e di correlazione;
- il processo di verifica che la SGR impiega per valutare la coerenza, la tempestività e l'affidabilità delle fonti dei dati utilizzati per i modelli interni, anche sotto il profilo dell'indipendenza delle fonti stesse;
- il processo di verifica che la SGR impiega per valutare i test retrospettivi;
- il processo di convalida del modello di misurazione del rischio.

È inoltre necessario che vi siano verifiche periodiche del sistema di misurazione del rischio, dell'attività svolta dalla funzione di gestione del rischio, del rispetto delle procedure di gestione del rischio da parte del *front-office*.

Al fine di preservarne l'indipendenza, la funzione di revisione interna non deve essere direttamente coinvolta nella progettazione e nello sviluppo del sistema di gestione del rischio.

La revisione interna, nell'ambito dell'ordinaria informativa resa agli organi aziendali, illustra le attività svolte nell'anno e i relativi esiti, dando specifica evidenza a tutte le criticità e disfunzioni rilevate e proponendo gli interventi correttivi.

SEZIONE II

REQUISITI QUANTITATIVI

1. Criteri per l'individuazione dei fattori di rischio

Il modello interno deve rispettare alcuni vincoli nella scelta dei parametri di misurazione del rischio; in particolare, le SGR si adoperano affinché il modello incorpori tutti fattori di rischio connessi con l'operatività e il profilo di rischio dei fondi; in tal senso:

- relativamente al rischio di tasso di interesse, il modello incorpori i fattori di rischio relativi ai tassi di interesse di ciascuna valuta nella quale il fondo detenga posizioni che costituiscano un'esposizione al rischio di tasso di interesse. La SGR definisce la struttura per scadenze dei tassi di interesse servendosi di uno dei metodi generalmente accettati. Per esposizioni sostanziali al rischio di tasso di interesse nelle valute e nei mercati principali, la curva dei rendimenti deve essere suddivisa in almeno 6 segmenti di scadenza. Il sistema di misurazione del rischio deve inoltre tenere conto del rischio di movimenti non perfettamente correlati fra curve di rendimento relative a diversi strumenti finanziari;
- per il rischio di cambio, il sistema di misurazione incorpori i fattori di rischio corrispondenti alle singole valute in cui sono denominate le posizioni del fondo;
- per il rischio sui titoli di capitale, il sistema di misurazione impieghi un fattore di rischio distinto almeno per ciascuno dei mercati mobiliari nei quali il fondo detiene posizioni significative;
- il modello rifletta accuratamente, all'interno di ciascuna delle categorie generali di rischio, gli specifici rischi connessi con le opzioni.

Per poter calcolare il rischio specifico su titoli di debito e su titoli di capitale le SGR devono dimostrare che il modello sia anche in grado di:

- spiegare la variazione storica dei prezzi nel portafoglio ⁽³¹⁾;
- resistere a una situazione sfavorevole ⁽³²⁾;
- valutare adeguatamente il rischio base con riferimento ai singoli nomi (33);
- valutare adeguatamente il rischio di evento (34);
- essere convalidato da test retrospettivi volti a verificare che il rischio specifico sia valutato in modo adeguato.

Laddove il portafoglio sia esposto a rischio di eventi a bassa probabilità ed elevato impatto (non rilevati nel calcolo del VaR che prevede un periodo di detenzione di 30 giorni e un intervallo di confidenza del 99%), la SGR provvede affinché tali eventi siano valutati adeguatamente attraverso

⁽³¹⁾ Una misura in grado di spiegare la variazione storica dei prezzi è il valore della R^2 di una regressione; in questo caso il modello dovrebbe essere in grado di spiegare almeno il 90% della variazione storica dei prezzi o di includere esplicitamente stime della variabilità dei residui non catturati nei fattori della regressione.

⁽³²⁾ Il modello interno deve essere in grado di segnalare un rischio crescente nel caso di situazione sfavorevole. Tale risultato può essere ottenuto incorporando nel periodo di stima del modello almeno un intero ciclo economico e assicurando che il modello si sia rivelato accurato nella fase discendente del ciclo. Alternativamente, il risultato può essere ottenuto attraverso una simulazione delle situazioni storicamente o probabilisticamente peggiori (*worst-case*).

⁽³³⁾ Per base si intende la differenza di valore tra la copertura e il titolo coperto. In particolare, per quanto riguarda il rischio specifico, il rischio base è dato da differenze idiosincratice tra posizioni simili ma non identiche, ad esempio titoli di debito con diverso grado di subordinazione, discordanza tra le scadenze, o derivati di credito relativi a differenti eventi di default.

⁽³⁴⁾ Relativamente al rischio specifico su titoli di debito, il modello deve considerare in particolar modo il rischio di migrazione (cambiamento di classe di rating). Relativamente al rischio specifico su titoli di capitale, gli eventi che devono essere considerati dal modello sono rappresentati da salti di prezzo di grandezza elevata, dovuti ad esempio a fusioni, scissioni e acquisizioni. Inoltre la SGR deve valutare la rappresentatività dei campioni oggetto di analisi ed in particolare tener conto delle possibili distorsioni dovute al campionamento.

ulteriori misure, quali ad esempio prove di stress. I risultati di tali misure devono essere considerati a fini gestionali interni.

Le SGR possono stabilire in autonomia le modalità di misurazione del rischio delle posizioni individuali e i criteri di aggregazione per il calcolo della rischiosità del portafoglio (35), comunicando alla Banca d'Italia i criteri di aggregazione dei rischi associati alle singole componenti del portafoglio.

2. Criteri per il calcolo del VaR

Il calcolo del VaR deve essere effettuato su base giornaliera e deve prevedere un intervallo di confidenza unilaterale del 99 per cento e un periodo di detenzione pari a 30 giorni.

Inoltre, il periodo storico di osservazione deve riferirsi ad almeno un anno precedente, tranne nel caso in cui un aumento improvviso e significativo delle volatilità dei prezzi giustifichi un periodo di osservazione più breve.

Le serie di dati utilizzate devono essere aggiornate con frequenza almeno trimestrale. Le SGR procedono ad aggiornamenti più frequenti ogniqualvolta le condizioni di mercato mutino in maniera sostanziale.

Per il calcolo del VaR, le SGR possono utilizzare correlazioni empiriche nell'ambito della stessa categoria di rischio e fra categorie di rischio distinte. La Banca d'Italia accerta che il metodo di misurazione delle correlazioni utilizzato sia corretto e applicato in maniera esaustiva.

⁽³⁵⁾ A titolo esemplificativo tra le opzioni disponibili vi è l'impiego della matrice di covarianza, del metodo della simulazione storica, delle simulazioni di tipo Montecarlo.

SEZIONE III**DETERMINAZIONE DELL'ESPOSIZIONE COMPLESSIVA****1. Limiti all'esposizione complessiva**

I fondi, tenuto conto della loro politica di investimento, rispettano i seguenti limiti di esposizione complessiva:

a) Fondi con un indice di riferimento (benchmark)

Le SGR assicurano che i fondi con un benchmark di riferimento non abbiano una esposizione complessiva, calcolata attraverso il modello interno, superiore a due volte quella del “portafoglio di riferimento”.

Per “portafoglio di riferimento” si intende un portafoglio, privo di strumenti finanziari derivati, costruito in modo coerente con la politica di investimento del fondo e con l'indice di riferimento indicato nel regolamento di gestione e nel prospetto, avente lo stesso valore di mercato del fondo.

Il processo di determinazione del “portafoglio di riferimento” è basato su procedure documentate e ricostruibili approvate dall'organo di supervisione strategica. Il “portafoglio di riferimento” è approvato dall'organo con funzione di gestione.

b) Fondi privi di un indice di riferimento

Nel caso di fondi per i quali non è appropriato costruire un “portafoglio di riferimento” (es.: fondi a ritorno assoluto), le SGR calcolano, attraverso il modello interno, l'esposizione complessiva ai rischi e, tenuto conto della politica di investimento del fondo, fissano una soglia massima di esposizione, comunque non superiore al 20 per cento.

2. Risultati dei test retrospettivi

Il test retrospettivo mette a confronto il VaR, calcolato secondo il modello interno e con orizzonte temporale giornaliero, con la variazione giornaliera del valore del portafoglio al fine di verificare se le misure di rischio elaborate dalla SGR al 99° percentile coprono effettivamente il 99% dei risultati. Il test si considera superato da un modello che, su un campione di 250 giorni lavorativi, produca al massimo 4 casi in cui i risultati effettivi non sono coperti dalla misura del rischio (“scostamenti”). Il test retrospettivo deve essere svolto quotidianamente.

Il calcolo della variazione di valore del portafoglio deve essere il più possibile significativa per il confronto con il VaR, pertanto la misura più indicata è data dalla variazione effettiva netta.

Inoltre, la SGR deve essere in grado, ove richiesto, di effettuare test retrospettivi sulla base di variazioni ipotetiche del valore del portafoglio, calcolate mantenendo invariate le posizioni di fine giornata.

Se la variazione effettiva del valore del portafoglio supera il VaR calcolato secondo il modello, si ha uno scostamento. In funzione del numero di scostamenti si applicano i limiti di esposizione complessiva riportati nella Tabella 1 della presente Sezione.

Tabella 1 **Esposizione complessiva**

Numero di scostamenti	Fondi con indice di riferimento	Fondi privi di indice di riferimento
meno di 5	ReVaR 200%	VaR massimo (Max 20%)
5	ReVaR 160%	VaR massimo -20% (16%)
6	ReVaR 150%	VaR massimo -25% (15%)
7	ReVaR 135%	VaR massimo -32,5% (14%)
8	ReVaR 125%	VaR massimo -37,5% (13%)
9	ReVaR 115%	VaR massimo -42,5% (12%)
10 o più	ReVaR 100%	VaR massimo -50% (10%)

La SGR notifica prontamente alla Banca d'Italia gli scostamenti rilevati dal programma di test retrospettivi che hanno determinato l'applicazione dei limiti di cui alla Tabella 1 della presente Sezione.

Ove gli scostamenti risultino numerosi, la Banca d'Italia può imporre le misure necessarie per assicurare il tempestivo miglioramento del modello. Nel caso in cui, nonostante tali misure, gli scostamenti persistano la Banca d'Italia può revocare il riconoscimento del modello interno.

SEZIONE IV

PROVE DI STRESS

1. Programma di prove di stress

Le SGR che utilizzano modelli interni dispongono di un rigoroso e completo programma di prove di stress per l'individuazione di eventi o fattori che potrebbero incidere in modo rilevante sulla rischiosità del portafoglio dei fondi.

Gli scenari di stress devono contemplare un'ampia gamma di fattori in grado di generare perdite e guadagni straordinari nei portafogli o di rendere particolarmente difficoltoso il controllo dei rischi. La definizione degli scenari deve in particolare tenere conto della illiquidità dei mercati in condizioni di stress, della concentrazione del portafoglio, delle situazioni di mercato con comportamenti fortemente omogenei, dei rischi di evento, della non-linearità dei prodotti, delle posizioni "deep out-of-the-money", delle posizioni soggette a discontinuità nei prezzi e di altri rischi che non siano adeguatamente colti dai modelli VaR. Gli shock applicati devono riflettere la natura dei portafogli e il tempo che potrebbe essere necessario per coprire o gestire i rischi in condizioni di mercato estreme.

Le prove di stress devono essere di natura sia quantitativa sia qualitativa e contemplare tanto il rischio di mercato quanto gli effetti di liquidità generati da turbative di mercato. I criteri quantitativi individuano plausibili scenari di stress cui i portafogli dei fondi possono trovarsi esposti. I criteri qualitativi individuano le misure da intraprendere per ridurre il rischio e preservare il valore del patrimonio del fondo.

I risultati delle prove di stress sono comunicati regolarmente all'organo con funzione di supervisione strategica e all'organo con funzione di gestione.

2. Tipologia di scenari

Le SGR sottopongono i portafogli dei fondi a vari scenari di stress simulati.

Un primo tipo di scenario comprende periodi passati di forte perturbazione, tenendo conto sia degli ampi movimenti di prezzo sia della forte riduzione della liquidità che si è accompagnata a questi eventi (36).

Un secondo tipo di scenario misura la sensibilità dell'esposizione ai rischi di mercato a determinate variazioni nei parametri di volatilità e correlazione. La prova di stress comporta l'individuazione dell'intervallo entro cui si sono mosse le passate variazioni delle volatilità e delle correlazioni e una valutazione delle attuali posizioni dei portafogli a fronte di valori estremi di tale intervallo storico.

Al fine di cogliere le specificità dei portafogli, ciascuna SGR individua inoltre situazioni di stress che essa considera massimamente sfavorevoli.

I risultati dei test trovano riflesso nelle linee operative e nei limiti di esposizione fissati dai competenti organi aziendali.

Le SGR forniscono alla Banca d'Italia una descrizione della metodologia impiegata per definire e testare gli scenari di stress e dei risultati ottenuti.

⁽³⁶⁾ A titolo di esempio, il crollo del mercato azionario del 1987, la crisi dello SME del 1992, la caduta dei corsi obbligazionari nel primo trimestre del 1994, la caduta delle borse del sud-est asiatico dell'ottobre 1997, la crisi dei mercati innescata dai mutui sub prime nell'estate 2007.

SEZIONE V

AUTORIZZAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA

La Banca d'Italia autorizza l'utilizzo dei modelli interni per il calcolo dell'esposizione massima, subordinatamente al rispetto dei requisiti organizzativi e quantitativi, in conformità con quanto previsto nel presente Allegato.

Gli aspetti di rilievo emersi dall'esame della documentazione da parte della Banca d'Italia vengono approfonditi con gli esponenti aziendali coinvolti nei diversi aspetti del processo di misurazione e gestione del rischio.

La Banca d'Italia si riserva, anche in caso di riconoscimento del modello, di indicare gli aspetti non pienamente rispondenti ai requisiti minimi e di richiedere interventi correttivi.

TESTO DEL CAPITOLO CON EVIDENZA DELLE MODIFICHE APPORTATE

CAPITOLO III
ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO:
DIVIETI E NORME PRUDENZIALI DI CONTENIMENTO E
FRAZIONAMENTO DEL RISCHIO

SEZIONE I

DISPOSIZIONI DI CARATTERE GENERALE

1. Premessa

Il TUF affida alla Banca d'Italia il compito di stabilire le regole applicabili agli OICR in materia di divieti all'attività di investimento e di contenimento e frazionamento del rischio.

La Sezione II disciplina i limiti di investimento dei fondi aperti armonizzati, dando attuazione alle disposizioni contenute nella direttiva.

Nella Sezione III sono disciplinati i fondi aperti non armonizzati; ad essi sono riconosciuti maggiori spazi operativi rispetto a quelli armonizzati.

La Sezione IV prevede i limiti di investimento dei fondi chiusi mobiliari e immobiliari.

Le Sezioni V e VI, infine, riguardano rispettivamente i fondi riservati a investitori qualificati e i fondi speculativi.

Alle SICAV si applicano le Sezioni II e III a seconda che siano o meno armonizzate ⁽³⁷⁾.

2. Fonti normative

La materia è regolata dall'art. 6, comma 1, lett. c), nn. 1 e 2, del TUF e dal D.M.⁽³⁸⁾

3. Rispetto dei limiti e dei divieti

Il rispetto delle regole previste nelle presenti disposizioni deve essere assicurato in via continuativa.

I limiti posti all'investimento dei fondi non pregiudicano l'esercizio, da parte della SGR, dei diritti di sottoscrizione derivanti da strumenti finanziari in

³⁷ Ai fini del presente Capitolo il "totale delle attività" delle SICAV – cui si fa riferimento per la verifica del supero dei limiti di investimento – è determinato deducendo le immobilizzazioni materiali e immateriali.

³⁸ Ai fini della definizione della presente disciplina si è tenuto anche conto delle direttive 85/611/CEE (UCITS) e 2007/16/CE, di attuazione della UCITS con riguardo al chiarimento di alcune definizioni, della Raccomandazione 2004/83/CE della Commissione, del 27 aprile 2004, sull'uso degli strumenti finanziari derivati da parte degli OICVM nonché della linee guida del CESR (*CESR's guidelines concerning eligible assets for investments by UCITS – CESR/07-044*).

portafoglio. Nelle ipotesi in cui l'esercizio di tali diritti comporti il superamento dei limiti di investimento, la posizione deve essere riportata nei limiti stabiliti nel più breve tempo possibile, tenendo conto dell'interesse dei partecipanti del fondo.

Analogo criterio andrà seguito per i casi di superamento dei limiti determinati da mutamenti del valore dei titoli in portafoglio in epoca successiva all'investimento ovvero da altri fatti non dipendenti dalla SGR.

Nel caso di fondi suddivisi in comparti, le disposizioni in materia di limiti all'attività di investimento dei fondi indicate nel presente Capitolo trovano applicazione nei confronti di ciascun comparto.

Ove non sia diversamente specificato, le disposizioni concernenti i limiti e i divieti che fanno riferimento a rapporti di qualunque natura esistenti tra il fondo e la SGR si applicano sia alla SGR che lo ha istituito, sia a quella, se diversa dalla prima, che lo gestisce.

5. Responsabile del procedimento

Il responsabile dei procedimenti amministrativi previsti nel presente Capitolo è il Capo del Servizio Vigilanza sull'Intermediazione Finanziaria.

SEZIONE II
OICR ARMONIZZATI

1. Oggetto dell'investimento e composizione complessiva del patrimonio

Gli OICR armonizzati investono, ~~alle condizioni previste dal presente regolamento,~~ il proprio patrimonio in:

e) ~~strumenti finanziari di cui all'art. 1, comma 2, lett. a), b), b bis), d) ed e), del TUF quotati~~⁽³⁹⁾;

d) ~~strumenti finanziari del mercato monetario non quotati facilmente liquidabili~~
attività: i) indicate nel presente paragrafo; ii) coerenti con vita residua non superiore a sei mesi, a condizione che la loro politica di investimento; iii) i cui rischi siano:

~~emessi o garantiti da un'amministrazione centrale, regionale o locale o da una Banca centrale di uno Stato membro dell'UE, dalla Banca centrale europea, dall'UE o dalla Banca europea per gli investimenti, da uno Stato del "Gruppo dei 10" (G10) o classificato di qualità adeguata (investment grade) da almeno due agenzie adeguatamente controllati [nell'ambito del processo di gestione del rischio]; iv) liquide, in modo da non compromettere l'obbligo dell'OICR di rimborsare le quote in qualunque momento secondo le modalità previste dal regolamento di rating riconosciute~~⁽⁴⁰⁾ o da un organismo pubblico internazionale al quale appartengono uno o più Stati membri dell'UE; gestione⁽⁴¹⁾; v) rispetto alle quali la perdita potenziale massima che l'OICR può sostenere è limitata – ad eccezione degli strumenti indicati nelle successive lett. c, c-bis) e d) - al corrispettivo pagato.

In particolare, l'OICR può investire in:

c) **strumenti finanziari di cui all'art. 1, comma 2, lett. a) e b) ⁽⁴²⁾ del TUF quotati che rispettino le seguenti condizioni:**

³⁹ ~~Gli strumenti finanziari previsti dalle citate disposizioni del TUF sono: le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali (art. 1, comma 2, lett. a); le obbligazioni, i titoli di stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali (lett. b); gli strumenti finanziari, negoziabili sul mercato dei capitali, previsti dal codice civile (lett. b bis); i titoli normalmente negoziati sul mercato monetario (lett. d); qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permetta di acquisire gli strumenti precedentemente indicati e i relativi indici (lett. e).~~

⁴⁰ ~~Sono riconosciute le seguenti agenzie di rating: Moody's Investors Service; Standard & Poor's; Fitch IBCA Investors Service; Duff & Phelps Credit Rating Co.; Thomson Bank Watch Inc.~~

⁴¹ **Il grado di liquidità va valutato con riguardo sia al singolo strumento finanziario – secondo quanto indicato nel presente paragrafo – sia alle caratteristiche del fondo in termini di concentrazione dei detentori delle quote, degli andamenti dei flussi di sottoscrizione e rimborso e, in generale, rivenienti dalle disposizioni del regolamento di gestione.**

⁴² **Ai fini delle presenti disposizioni, gli strumenti finanziari del mercato monetario sono considerati normalmente negoziati sul mercato monetario quando ricorre una delle seguenti condizioni:**

- durata massima pari a 397 giorni alla data dell'emissione;
- durata residua massima pari a 397 giorni;
- il rendimento è sottoposto a rettifiche periodiche (e comunque almeno ogni 397 giorni) per tenere conto delle condizioni del mercato monetario;
- il profilo di rischio complessivo associato allo strumento è coerente con quello degli strumenti aventi le caratteristiche di cui ai precedenti alinea.

- sia disponibile una valutazione affidabile che presuppone l'esistenza di prezzi accurati, affidabili e regolari o, in alternativa, espressi da sistemi di valutazione indipendenti dagli emittenti;
- siano disponibili informazioni appropriate che assicurino comunicazioni regolari, complete e accurate sullo strumento o, laddove rilevante, sul portafoglio di riferimento dello strumento medesimo;
- siano negoziabili.

La SGR valuta il grado di liquidità dei singoli strumenti tenendo conto di fattori rilevanti quali:

- i volumi, la frequenza e l'entità degli scambi;
- l'oggettività dei prezzi ed effettiva realizzabilità degli stessi sul mercato;
- l'andamento – all'interno di un lasso temporale congruo – dei prezzi di acquisto e di vendita e la comparabilità degli stessi;
- la diffusione dei prezzi attraverso fonti informative affidabili e riscontrabili.

Le SGR possono considerare liquidi gli strumenti finanziati quotati a meno che non siano disponibili informazioni che inducano a una valutazione diversa;

- d) strumenti del mercato monetario di cui all'art. 1, comma 2, lett. b), del TUF non quotati che siano:
- emessi o garantiti da un'amministrazione centrale, regionale o locale o da una Banca centrale di uno Stato membro dell'UE, dalla Banca centrale europea, dall'UE o dalla Banca europea per gli investimenti, da uno Stato del "Gruppo dei 10" (G10) o classificato di qualità adeguata (*investment grade*) o da un organismo pubblico internazionale al quale appartengono uno o più Stati membri dell'UE;
 - emessi da un'impresa i cui titoli sono quotati;
 - emessi o garantiti da un istituto soggetto a vigilanza prudenziale di uno Stato ~~membro dell'UE~~ dello Spazio economico europeo o di un paese del "Gruppo dei 10" (G10);
- ~~d) strumenti finanziari derivati quotati che abbiano ad oggetto attività in cui l'OICR può investire, indici finanziari, tassi d'interesse, tassi di cambio o valute;~~
- ~~e) strumenti finanziari derivati non quotati ("strumenti derivati OTC"), a condizione che:~~
- ~~abbiano ad oggetto attività in cui l'OICR può investire, indici finanziari, tassi d'interesse, tassi di cambio o valute;~~ o classificato di qualità adeguata (*investment grade*) da almeno una agenzia di ~~cambiorating~~ riconosciuta o ~~valute~~; soggetto a norme prudenziali applicabili equivalenti a quelle stabilite per i soggetti domestici⁴³.

Tali strumenti devono rispettare le seguenti condizioni:

⁴³ L'equivalenza delle norme prudenziali applicabili deve essere accertata attraverso un'apposita delibera dall'organo amministrativo della SGR prima di procedere all'acquisto degli strumenti in questione.

- il valore dello strumento sia determinabile attraverso sistemi di valutazione affidabili e accurati che: i) consentano di determinare il valore al quale lo strumento può essere scambiato tra parti consapevoli e disponibili a realizzare l'operazione a condizioni di mercato; ii) siano basati su dati di mercato o su modelli di valutazione ivi compresi i sistemi basati sui costi ammortizzati⁴⁴;
- siano disponibili informazioni appropriate, incluse quelle necessarie per valutare il rischio di credito derivante dall'investimento nello strumento di mercato monetario⁴⁵.

La SGR valuta il grado di liquidità dei singoli strumenti del mercato monetario tenendo conto di fattori rilevanti quali:

- la frequenza degli scambi;
 - il numero dei soggetti disposti a trattare lo strumento in acquisto e vendita, la natura delle sedi di scambio;
 - l'entità della emissione o del programma di emissione;
 - la possibilità di riscattare o vendere lo strumento a breve termine e a costi limitati.
- d) strumenti finanziari derivati quotati che abbiano ad oggetto attività in cui l'OICR può investire, indici finanziari (⁴⁶), tassi d'interesse, tassi di cambio

⁴⁴ Il metodo dei costi ammortizzati, al fine di assicurare che non vi sia una significativa discrepanza tra il valore dello strumento e il valore calcolato secondo detto metodo, può essere utilizzato solo con riferimento a strumenti che abbiano una vita residua non superiore a tre mesi e siano emessi da soggetti con elevato merito di credito.

⁴⁵ Con riferimento agli strumenti del mercato monetario indicati:

- IV. di cui al primo alinea della lettera (qualora non garantiti da uno Stato membro ovvero, nel caso di uno Stato membro che è uno Stato federale, da uno dei membri che fanno parte della federazione) e secondo alinea, per informazioni appropriate si intendono: a) le informazioni sull'emissione o programma di emissione e sulla situazione giuridica e finanziaria dell'emittente prima dell'emissione dello strumento del mercato monetario; b) l'aggiornamento delle informazioni di cui alla lettera a) su base periodica e ogniqualvolta si verifichi un evento significativo; c) le informazioni di cui alla lettera a), verificate da parte di terzi adeguatamente qualificati non soggetti alle istruzioni dell'emittente; d) affidabili statistiche disponibili sull'emissione o sul programma di emissione.
- V. Al primo alinea (qualora siano garantiti da uno Stato membro o, nel caso di uno Stato membro che è uno Stato federale, da uno dei membri che fanno parte della federazione e non emessi dalla Banca centrale europea o dalla Banca Centrale di uno Stato membro) per informazioni appropriate si intendono le informazioni sull'emissione o sul programma di emissione o sulla situazione giuridica e finanziaria dell'emittente prima dell'emissione dello strumento del mercato monetario.
- VI. Al terzo alinea della presente lettera, per informazioni appropriate si intendono: a) le informazioni sull'emissione o sul programma di emissione o sulla situazione giuridica e finanziaria dell'emittente prima dell'emissione dello strumento del mercato monetario; b) l'aggiornamento delle informazioni di cui alla lettera a) su base periodica e ogniqualvolta si verifichi un evento significativo; c) affidabili statistiche disponibili sull'emissione o sul programma di emissione o di altri dati che consentano una valutazione appropriata dei rischi di credito connessi agli investimenti in tali strumenti.

⁴⁶ Ai fini della presente disciplina gli indici finanziari sottostanti a strumenti derivati devono:

a) essere adeguatamente diversificati. A tal fine devono essere soddisfatte le seguenti condizioni:

- i) l'indice deve essere composto in modo tale che le oscillazioni dei prezzi o le transazioni riguardanti una componente dell'indice medesimo non influenzino indebitamente il rendimento dell'intero indice;
- ii) qualora l'indice sia composto da attività di cui al paragrafo 1 della presente Sezione, la sua composizione deve essere diversificata conformemente a quanto previsto dal par. 3.5 della presente Sezione;

o valute e che rispettino le condizioni previste per gli strumenti finanziari quotati di cui alla lettera a) del presente paragrafo;

c-bis) strumenti finanziari derivati di cui all'art. 1, comma 2, lett. h), del TUF (“derivati creditizi”) quotati, a condizione che:

- consentano il trasferimento del rischio di credito associato ad attività in cui l'OICR può investire;
- non diano luogo alla consegna o al trasferimento, anche sotto forma di contante, di attività diverse da quelle in cui l'OICR può investire.

Tali strumenti devono inoltre rispettare le condizioni previste per gli strumenti finanziari quotati di cui alla lettera a) del presente paragrafo.

e) strumenti finanziari derivati di cui alle precedenti lettere c) e c-bis) non quotati (“strumenti derivati OTC”), a condizione che:

- le controparti di tali contratti siano intermediari di elevato *standing* sottoposti a vigilanza prudenziale di uno Stato membro dell'UE o di un paese del “Gruppo dei 10” (G10);

– siano oggetto quotidianamente di valutazioni affidabili e verificabili; **È tale la valutazione che soddisfi le seguenti condizioni:**

a) la base per la valutazione dello strumento sia un valore di mercato aggiornato e affidabile ovvero, qualora tale valore non sia disponibile, lo stesso sia determinato sulla base di un meccanismo di calcolo che utilizzi una metodologia riconosciuta [dal mercato] come adeguata;

b) la verifica della valutazione sia compiuta, in alternativa, da: i) un soggetto terzo che sia indipendente dalla controparte del derivato OTC, con frequenza adeguata ed in modo tale che la SGR sia in grado di verificarla; ii) un'unità all'interno della SGR indipendente dalla struttura incaricata della gestione degli investimenti e dotata di adeguate risorse umane e tecniche;

iii) qualora l'indice sia composto da attività diverse da quelle di cui al paragrafo 1 della presente Sezione, la sua composizione deve essere diversificata in modo equivalente a quanto previsto dal par. 3.5 della presente Sezione;

b) rappresentare un parametro di riferimento adeguato per il mercato al quale si riferiscono. A tal fine, devono soddisfatte le seguenti condizioni:

- i) l'indice misura il rendimento di un gruppo rappresentativo di sottostanti in modo rilevante e appropriato;**
- ii) l'indice è rivisto o riequilibrato periodicamente, per assicurare che continui a riflettere i mercati ai quali si riferisce, in base a criteri che siano pubblicamente disponibili;**
- iii) i sottostanti sono sufficientemente liquidi, in modo che l'indice possa essere replicato;**

c) essere resi pubblici in modo adeguato. A tal fine, devono essere rispettati i seguenti criteri:

- i) la pubblicazione è basata su procedure efficaci per raccogliere i prezzi e per calcolare e pubblicare successivamente il valore dell'indice, inclusi i metodi di determinazione dei prezzi nel caso di componenti per i quali non siano disponibili prezzi di mercato;**
- ii) sono fornite informazioni ampie e tempestive circa le metodologie di calcolo, le metodologie di riequilibrio dell'indice, le variazioni dell'indice o eventuali difficoltà operative a fornire informazioni tempestive o accurate.**

Quando la composizione delle attività utilizzate come sottostanti dagli strumenti finanziari derivati su indici finanziari non soddisfa i criteri indicati alle lettere a), b) e c), tali strumenti finanziari derivati sono considerati strumenti finanziari derivati su una combinazione di attività in cui il fondo può investire.

- possano essere venduti, liquidati o chiusi attraverso una operazione di compensazione in qualsiasi momento al loro valore corrente per iniziativa dell'OICR;
- h) strumenti finanziari di cui ~~all'art. 1, comma 2, alla precedente~~ lett. a), ~~b), b-bis), d) ed e), del TUF~~ non quotati nel limite stabilito nel par. 6.7 della presente Sezione, **che rispettino le seguenti condizioni:**
- **siano negoziabili;**
 - **sia disponibile una valutazione affidabile che presuppone una valutazione periodica basata sulle informazioni provenienti dall'emittente il valore mobiliare o su analisi specializzate in materia di investimenti;**
 - **siano disponibili informazioni appropriate che assicurino comunicazioni alla SGR regolari, complete e accurate sullo strumento o, laddove rilevante, sul portafoglio di riferimento dello strumento medesimo.**

La SGR valuta il grado di liquidità dei singoli strumenti tenendo conto di fattori rilevanti quali:

- **i volumi, la frequenza e l'entità degli scambi;**
 - **l'oggettività dei prezzi ed effettiva realizzabilità degli stessi sul mercato;**
 - **l'andamento – all'interno di in un lasso temporale congruo – dei prezzi di acquisto e di vendita e la comparabilità degli stessi;**
 - **la diffusione dei prezzi attraverso fonti informative affidabili e riscontrabili;**
- i) parti di OICR armonizzati;
- j) parti di OICR non armonizzati aperti:
- il cui patrimonio può essere investito nelle attività di cui al presente paragrafo;
 - per i quali, ove di diritto estero, sussistono le condizioni per il rilascio dell'autorizzazione di cui al Titolo VI, Capitolo V, par. 2 ⁽⁴⁷⁾;
 - la cui disciplina assicura un livello di protezione per l'investitore analogo a quello garantito dagli OICR armonizzati, avuto specifico riguardo alla disciplina in materia di deposito dei beni del fondo, di divieti di carattere generale e di limiti all'indebitamento ⁽⁴⁸⁾;
 - per i quali è prevista la redazione di un rendiconto annuale e di una relazione semestrale relativi alla situazione patrimoniale e reddituale dello stesso OICR;

g-bis) quote di fondi chiusi, qualora per tali fondi siano previsti meccanismi di governance equivalenti a quelli stabiliti per le società di capitali e la gestione è

⁴⁷ La sussistenza delle condizioni va accertata dall'organo amministrativo della SGR attraverso un'apposita delibera prima di procedere all'acquisto delle parti degli OICR non armonizzati. L'organo amministrativo definisce le procedure volte a verificare la permanenza delle condizioni; le verifiche effettuate devono risultare dalla documentazione interna della SGR.

⁴⁸ L'equivalenza del livello di protezione va accertata secondo quanto indicato nella nota precedente.

svolta da un'entità soggetta a regolamentazione per la protezione degli investitori; a seconda che le quote siano quotate o non quotate si applicano, rispettivamente, le condizioni previste nelle precedenti lett. a) ed e)⁴⁹;

- i) depositi bancari presso banche aventi sede in uno Stato membro dell'UE o appartenente al "Gruppo dei dieci" (G-10), a condizione che:
 - non abbiano una scadenza superiore a 12 mesi;
 - siano rimborsabili a vista o con un preavviso inferiore a 15 giorni.

Gli OICR possono detenere liquidità per esigenze di tesoreria.

2. Divieti di carattere generale

Nella gestione dell'OICR non è consentito:

- f) concedere prestiti in forme diverse da quelle previste in materia di operazioni a termine su strumenti finanziari (cfr. par. 6.6);
- g) vendere allo scoperto strumenti finanziari;
- h) investire in strumenti finanziari emessi dalla SGR che ha istituito o che gestisce il fondo;
- i) acquistare metalli e pietre preziosi o certificati rappresentativi dei medesimi;
- j) investire in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco della SGR o della SICAV, o da una società del gruppo, né tali beni possono essere direttamente o indirettamente ceduti ai medesimi soggetti. Il patrimonio del fondo non può essere altresì investito in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi a oggetto crediti ceduti da soci della società di gestione, o da soggetti appartenenti al loro gruppo, in misura superiore al 3 per cento del valore del fondo.

Il divieto indicato alla lett. e) non trova applicazione con riferimento alle operazioni in titoli quotati e strumenti finanziari derivati.

3. Limiti alla concentrazione dei rischi

3.1 Limiti agli investimenti in strumenti finanziari di uno stesso emittente

Un OICR non può investire più del 5 per cento del totale delle attività negli strumenti finanziari di uno stesso emittente indicati nei punti a), b) ~~ed~~, e) **[e g-bis]** del par. 1 della presente Sezione.

Tale limite è elevato:

- d) al 10 per cento, a condizione che si tratti di strumenti finanziari indicati nei punti a) e b) del par. 1 della presente Sezione e il totale degli strumenti finanziari degli emittenti in cui il fondo investe più del 5 per cento del totale delle attività non superi il 40 per cento del totale delle attività stesse. Non si tiene conto degli investimenti superiori al 5 per cento di cui alle successive lett. b) e c);

⁴⁹ In ogni caso l'investimento in quote di fondi chiusi non deve consentire l'aggiornamento delle previsioni contenute nel presente capitolo.

- e) al 35 per cento, quando gli strumenti finanziari sono emessi o garantiti da uno Stato dell'UE, dai suoi enti locali, da uno Stato aderente all'OCSE o da organismi internazionali di carattere pubblico di cui fanno parte uno o più Stati membri dell'UE;
- f) al 100 per cento, nel caso di strumenti finanziari di cui al precedente punto b), a condizione che:
 - l'OICR detenga strumenti finanziari di almeno sei emissioni differenti;
 - il valore di ciascuna emissione non superi il 30 per cento del totale delle attività;
 - tale facoltà di investimento sia prevista nel regolamento.

3.2 Limiti agli investimenti in depositi bancari

Un OICR non può investire in misura superiore al 20 per cento del totale delle attività in depositi presso un'unica banca. Tale limite è ridotto al 10 per cento nel caso di investimenti in depositi presso la propria banca depositaria. Ai fini della verifica di tali limiti non si tiene conto della liquidità detenuta per esigenze di tesoreria presso la banca depositaria.

Nel caso di depositi presso la banca depositaria o presso banche del gruppo di appartenenza della SGR le condizioni praticate al fondo devono essere almeno equivalenti a quelle applicate dalla banca medesima alla propria clientela primaria.

3.3 Limiti agli investimenti in strumenti finanziari derivati OTC

L'OICR non può avere un'esposizione su strumenti finanziari derivati OTC ⁽⁵⁰⁾ verso una controparte superiore:

- al 10 per cento del totale delle sue attività, se la controparte è una banca;
- al 5 per cento del totale delle sue attività, negli altri casi.

3.4 Limiti complessivi agli investimenti

Fermi restando i limiti di investimento stabiliti nei precedenti parr. 3.1, 3.2 e 3.3, il totale delle esposizioni di un OICR nei confronti di uno stesso emittente o dei soggetti appartenenti al medesimo gruppo ⁽⁵¹⁾ rivenienti da:

- investimenti in strumenti finanziari indicati nei punti a), b) ed e) del par. 1 della presente Sezione emessi dagli stessi;
- depositi bancari costituiti presso di essi;
- esposizioni su strumenti finanziari derivati OTC nei loro confronti;

non può essere superiore al 20 per cento del totale delle attività dell'OICR.

Attraverso l'investimento negli strumenti finanziari indicati nei punti b) e c) del par. 3.1., il citato limite complessivo agli investimenti può essere superato e portato, rispettivamente, al 35 e al 100 per cento delle attività dell'OICR.

⁵⁰ L'esposizione è pari al valore dello strumento finanziario derivato OTC calcolato secondo i criteri di valutazione del patrimonio del fondo, al netto delle garanzie ricevute che abbiano le caratteristiche indicate nel par. 4 dell'Allegato V.3.2.

⁵¹ Per gruppo si intendono i soggetti italiani ed esteri legati da rapporti di controllo.

3.5 Fondi indice

Un OICR la cui politica di investimento è di riprodurre la composizione di un determinato indice finanziario può derogare a quanto previsto nel par. 3.1, lett. a), della presente Sezione, a condizione che:

- 3) investa non più del 20 per cento del totale delle attività in strumenti finanziari di uno stesso emittente;
- 4) l'indice sia:
 - sufficientemente diversificato;
 - rappresentativo del mercato al quale si riferisce, di comune utilizzo, gestito e calcolato da soggetti di elevato *standing* e terzi rispetto alla SGR; **e sia costruito secondo metodologie che generalmente non escludono emittenti rilevanti del mercato di riferimento;**
 - regolarmente pubblicato su una fonte di informazione facilmente accessibile al pubblico.

Ove l'indice sia riferito a mercati regolamentati nei quali prevalgono strumenti finanziari di singoli emittenti o gruppi di emittenti i limiti previsti nel punto 1) e nel par. 3.4 sono elevati al 35 per cento del totale delle attività.

Qualora i soggetti che gestiscono e calcolano l'indice appartengano al medesimo gruppo della SGR devono sussistere, ed essere documentate, efficaci misure volte alla gestione dei connessi conflitti di interesse.

3.6 Deroghe per gli OICR neocostituiti

Ferma restando l'esigenza di assicurare un'adeguata ripartizione dei rischi, un OICR, per un periodo massimo di 6 mesi dalla data di inizio operatività può derogare ai limiti di investimento indicati nella presente Sezione.

3.7 Attività sottostanti a strumenti finanziari derivati

Nel calcolo dei limiti di investimento:

- le operazioni in strumenti finanziari derivati su tassi e valute (⁵²) non si riflettono sulla posizione in titoli riferita a ciascun emittente;
- gli strumenti derivati che hanno per oggetto titoli di singoli emittenti (es.: *future* o *equity swap* relativi a titoli specificamente individuati) sono equiparati ad operazioni a termine sui titoli sottostanti (⁵³) e, pertanto, determinano, alternativamente, un incremento o una riduzione della posizione assunta dal fondo su tali titoli;
- nel caso di strumenti derivati aventi a oggetto indici finanziari con le caratteristiche di cui al punto 2 del par. 3.5 in cui vi sia una presenza significativa di alcuni titoli, la SGR verifica che la posizione complessiva riferita ai singoli emittenti tali titoli - tenendo anche conto degli altri strumenti

⁵² Sono assimilati ai derivati su tassi i *future* su titoli nozionali negoziati su mercati regolamentati.

⁵³ Nel caso di opzioni si fa riferimento al valore corrente del titolo sottostante moltiplicato per il fattore delta dell'opzione.

finanziari dell'emittente detenuti dal fondo - sia coerente con i limiti indicati al par. 3.1 o al par. 3.5.

Tale verifica va effettuata per tutti i titoli sottostanti l'indice qualora quest'ultimo non abbia le caratteristiche di cui al punto 2 del par. 3.5 e, in ogni caso, quando si tratta di indici costruiti appositamente per i fondi gestiti.

4. Investimenti in parti di **altri-OICR aperti** ⁽⁵⁴⁾

Un OICR non può essere investito in parti di altri OICR armonizzati o non armonizzati aperti, quotati o non quotati, il cui patrimonio è investito, in misura superiore al 10 per cento delle attività, in parti di altri OICR armonizzati o non armonizzati.

Un OICR non può essere investito in parti di uno stesso OICR armonizzato per un valore superiore al 20 per cento del totale delle attività.

Un OICR non può essere investito in parti di uno stesso OICR non armonizzato aperto per un valore superiore al 10 per cento del totale delle attività.

Gli investimenti in parti di OICR non armonizzati aperti non possono complessivamente superare il 30 per cento del totale delle attività dell'OICR.

5. Strumenti finanziari derivati ⁽⁵⁵⁾

Qualificazione del fondo

L'organo con funzione di supervisione strategica della SGR, con apposita delibera, classifica il fondo come "fondo sofisticato" o come "fondo non sofisticato", tenendo conto dei seguenti criteri:

- grado di incidenza degli strumenti finanziari derivati sul totale del portafoglio;
- complessità degli strumenti finanziari derivati utilizzati;
- complessità delle strategie e delle tecniche di investimento adottate.

Le SGR adottano metodologie adeguate a misurare e monitorare i rischi derivanti dall'utilizzo di strumenti finanziari derivati anche tenuto conto della classificazione del fondo.⁵⁶

Esposizione complessiva in derivati

L'esposizione complessiva in strumenti finanziari derivati ⁽⁵⁷⁾ non può essere superiore al valore complessivo netto del fondo. L'esposizione è calcolata secondo uno dei due seguenti metodi:

- c) metodo degli impegni

⁵⁴ La composizione del portafoglio degli OICR acquistati, quale risulta dalle previsioni regolamentari, deve essere compatibile con la politica di investimento del fondo.

⁵⁵ Ai fini del presente paragrafo, i *warrant* e i diritti di opzione connessi ad operazioni sul capitale delle società emittenti non sono considerati strumenti finanziari derivati. Il loro valore va a incrementare la posizione nel titolo cui danno diritto.

⁵⁶ Per la gestione dei rischi dei fondi sofisticati le SGR adottano adeguate metodologie basate almeno su sistemi di tipo VaR integrati da *stress test*.

⁵⁷ ~~Nella determinazione degli impegni assunti dal fondo le operazioni di compravendita a termine con regolamento oltre 5 giorni sono equiparate ai contratti *future*, secondo quanto previsto nell'Allegato V.3.1. Le operazioni su strumenti finanziari non derivati effettuate su mercati regolamentati, da regolare alla prima data utile di liquidazione, non sono considerate operazioni di compravendita a termine.~~

L'esposizione complessiva in strumenti finanziari derivati è pari alla somma ⁽⁵⁸⁾:

- degli impegni assunti dal fondo in relazione a transazioni in strumenti finanziari derivati, determinati secondo quanto indicato nell'allegato V.3.1;
- del rischio di controparte relativo agli strumenti finanziari derivati OTC ⁽⁵⁹⁾, determinato secondo quanto indicato nell'allegato V.3.2.

d) **metodo dei modelli interni**

Le SGR possono calcolare l'esposizione complessiva in strumenti finanziari derivati sulla base di propri modelli interni, purché questi soddisfino una serie di criteri organizzativi e quantitativi e siano autorizzati dalla Banca d'Italia.

I modelli interni si basano sul controllo quotidiano dell'esposizione al rischio di mercato complessivo del portafoglio del fondo ("esposizione complessiva"), calcolata attraverso un approccio fondato su procedure statistiche (approccio del "valore a rischio", VaR). La metodologia VaR deve essere integrata con altre forme di misurazione e controllo dei rischi.

È inoltre necessario che l'organo di supervisione strategica della SGR sia consapevole delle principali ipotesi e dei limiti impliciti del modello.

La SGR che intende utilizzare un proprio modello interno deve possedere un sistema di gestione del rischio progettato in maniera corretta e coerente ed applicato in maniera esaustiva.

Ai fini dello sviluppo, dell'utilizzo e dell'autorizzazione del modello interno si applicano le disposizioni di cui all'allegato V.3.3.

Limiti all'operatività in strumenti finanziari derivati

Non sono consentite operazioni in derivati equivalenti a vendite allo scoperto che configurano per il fondo un obbligo di consegnare a scadenza le attività sottostanti il contratto derivato (es.: non rientra tra le vendite allo scoperto l'acquisto di un'opzione *call* o *put*, mentre è da considerarsi equivalente ad una vendita allo scoperto l'emissione di un'opzione *call* tranne il caso in cui i titoli sottostanti il contratto derivato siano presenti nel portafoglio dell'OICR per tutta la durata dell'operazione).

Non configurano vendite allo scoperto le operazioni in strumenti derivati che sono regolate in contanti (es.: *future* su indici), a condizione che il fondo detenga disponibilità liquide o titoli di rapida e sicura liquidabilità il cui valore corrente sia almeno equivalente a quello degli impegni assunti ⁽⁶⁰⁾.

⁵⁸ **Nella determinazione degli impegni assunti dal fondo le operazioni di compravendita a termine con regolamento oltre 5 giorni sono equiparate ai contratti *future*, secondo quanto previsto nell'Allegato V.3.1. Le operazioni su strumenti finanziari non derivati effettuate su mercati regolamentati, da regolare alla prima data utile di liquidazione, non sono considerate operazioni di compravendita a termine.**

⁵⁹ Sono considerati derivati OTC anche i derivati quotati in mercati che non prevedano: una controparte centrale che fornisce garanzia di adempimento, una valutazione *mark to market* quotidiana, la costituzione di margini giornalieri.

⁶⁰ Le operazioni su strumenti finanziari derivati su titoli nozionali di natura obbligazionaria non sono considerate operazioni di vendita allo scoperto se il fondo detiene strumenti finanziari che abbiano una stretta correlazione (sulla base di parametri quali la valuta di denominazione, la vita residua o indicatori sintetici quali la *duration*) con quelli conseguibili.

6. Altre regole prudenziali

6.1 Limiti alla detenzione di diritti di voto

Una SGR non può detenere, attraverso l'insieme dei fondi comuni di investimento aperti o patrimoni di SICAV che essa gestisce, diritti di voto di una stessa società per un ammontare - rapportato al totale dei diritti di voto - pari o superiore al:

- 10 per cento se la società è quotata;
- 20 per cento se la società non è quotata.

In ogni caso una SGR non può, tramite i fondi aperti o patrimoni di SICAV che gestisce, esercitare - anche attraverso la partecipazione a sindacati di voto - il controllo sulla società emittente.

Ai soli fini dei presenti limiti, non rileva la sospensione dalla quotazione degli strumenti finanziari che attribuiscono i diritti di voto.

Ai fini dei limiti stabiliti nel presente paragrafo, ciascuna SGR deve computare i diritti di voto concernenti:

- 3) i fondi aperti e i patrimoni di SICAV che essa gestisce, salvo che i diritti di voto siano attribuiti - ai sensi dell'art. 40, comma 3, del TUF - alle SGR promotrici o alle SICAV stesse;
- 4) i fondi aperti che essa promuove, nel solo caso in cui l'esercizio dei diritti di voto non spetti al gestore, ai sensi del citato art. 40, comma 3, del TUF.

6.2 Limite alla detenzione di strumenti finanziari senza diritti di voto

Un OICR non può detenere, con riferimento al totale delle singole categorie di strumenti finanziari di un unico emittente, un ammontare superiore al:

- e) 10 per cento del totale delle azioni senza diritto di voto di uno stesso emittente;
- f) 10 per cento del totale delle obbligazioni di uno stesso emittente;
- g) 25 per cento del totale delle parti di uno stesso OICR armonizzato o non armonizzato;
- h) 10 per cento del totale degli strumenti del mercato monetario di uno stesso emittente.

Tali limiti non si applicano agli strumenti finanziari di cui al par. 3.1, lett. b) e c), della presente Sezione.

I limiti di cui alle lett. b), c) e d) possono non essere rispettati all'atto dell'acquisto se in quel momento non è possibile calcolare l'importo lordo delle obbligazioni o degli strumenti del mercato monetario o l'importo netto dei titoli emessi.

6.3 Operazioni di collocamento del gruppo

Per ciascuna operazione di collocamento di strumenti finanziari operata da società del gruppo di appartenenza della SGR, quest'ultima non può acquistare, in fase di collocamento, strumenti finanziari in misura complessivamente superiore al 25 per cento dell'ammontare dell'impegno di collocamento assunto da ciascuna società in questione.

6.4 ~~Titoli~~ **Strumenti finanziari** strutturati

~~Nel caso in cui~~ **Ai fini del presente paragrafo, gli OICR acquistino titoli strutturati:**

~~ove i titoli presentino il profilo di rischio di altri strumenti finanziari sottostanti (es.: titoli di debito il cui valore e le cui modalità di rimborso sono legati all'andamento di uno o più titoli di capitale), ai fini dell'applicazione delle~~ **al par. 1, lett. a) e b), incorporano strumenti derivati qualora ricorrano le seguenti condizioni:**

- e) **in virtù dell'elemento incorporato una parte o la totalità dei flussi di cassa dipende da un determinato tasso di interesse, prezzo di uno strumento finanziario, tasso di cambio, indice di prezzi o di tassi, valutazione del merito di credito o indice di credito o da altra variabile e, pertanto, varia in modo analogo ad un derivato a sé stante;**
- f) **le caratteristiche economiche e i rischi dell'elemento incorporato non sono strettamente correlati alle caratteristiche economiche e ai rischi del titolo ospite;**
- g) **l'elemento incorporato ha un impatto significativo sul profilo di rischio e sul prezzo dello strumento finanziario;**
- h) **l'elemento incorporato non è trasferibile separatamente dal titolo ospite.**

~~–Nel caso in cui lo strumento finanziario acquistato dall'OICR presenti disposizioni si deve fare riferimento alle posizioni assunte sui predetti strumenti finanziari sottostanti;~~

le caratteristiche di cui alle lettere da a) a d) del presente paragrafo, gli impegni per il fondo rivenienti dalla componente derivata eventualmente incorporata in tali titoli devono essere computati ai fini dei limiti stabiliti nelle presenti disposizioni per le operazioni in strumenti finanziari derivati.

Nell'ipotesi in cui la componente derivativa sia trasferibile separatamente dal titolo ospite, ai fini dell'applicazione dei limiti di investimento stabiliti nelle presenti disposizioni si deve fare riferimento alle posizioni assunte sui predetti strumenti finanziari sottostanti.

6.5 *Assunzione di prestiti*

Nell'esercizio dell'attività di gestione, l'OICR può - entro il limite massimo del 10 per cento del valore complessivo netto del fondo - assumere prestiti finalizzati a fronteggiare, in relazione ad esigenze di investimento o disinvestimento dei beni del fondo, sfasamenti temporanei nella gestione della tesoreria.

La durata dei prestiti assunti deve essere correlata alla finalità dell'indebitamento e comunque non può essere superiore a 6 mesi.

Nel caso di indebitamento a vista, il relativo utilizzo deve caratterizzarsi per un elevato grado di elasticità.

Nei limiti di cui sopra non si computano i prestiti in valuta estera con deposito presso il mutuante di un corrispondente importo di valuta nazionale (cc.dd. prestiti *back-to-back*).

~~6.6 — Pronti contro termine, riporti, prestito di titoli e altre operazioni assimilabili~~**6.6 Tecniche di gestione efficiente del portafoglio**

Ai fini di una più efficiente gestione del portafoglio, un OICR - coerentemente con la propria politica di investimento - può effettuare operazioni di compravendita di titoli con patto di riacquisto (pronti contro termine), riporto, prestito di titoli ed altre assimilabili, a condizione che le operazioni siano effettuate all'interno di un sistema standardizzato, organizzato da un organismo riconosciuto di compensazione e garanzia ovvero concluse con intermediari di elevato *standing* e sottoposti alla vigilanza di un'autorità pubblica.

~~Alle Tali~~ operazioni ~~in questione si applicano le disposizioni seguenti~~ **devono essere:**

- ~~a) le operazioni vanno concluse su strumenti finanziari nei quali l'OICR può essere investito in conformità con le previsioni del regolamento;~~
- ~~b) i titoli acquisiti a pronti e da consegnare a termine non possono essere utilizzati per altre operazioni;~~
- ~~c) nelle operazioni di pronti contro termine e di riporto devono essere rispettati, nella fase di acquisto “a pronti”, i limiti posti all'attività dell'OICR;~~
- ~~d) i pronti contro termine in cui i titoli dell'OICR sono ceduti a pronti e i riporti passivi danno luogo a forme di indebitamento da contenere entro il limite di cui al par. 6.5;~~
- ~~e) nel caso di pronti contro termine in cui i titoli dell'OICR sono acquistati a pronti e di riporti attivi stipulati con intermediari del gruppo di appartenenza della SGR il valore corrente complessivo di tali operazioni non può essere superiore al 20 per cento del totale delle attività dell'OICR;~~
- ~~f) l'OICR può concedere in prestito i propri titoli a condizione che:~~
 - ~~1) sia costituita a favore dell'OICR una garanzia sotto forma di liquidità o di titoli emessi o garantiti da Stati aderenti all'OCSE. I valori ricevuti in garanzia, la cui custodia rientra nei compiti della banca depositaria, non possono essere utilizzati per altre operazioni. Il valore della garanzia deve essere in ogni momento almeno pari al valore corrente dei titoli prestati;~~
 - ~~2) la durata del prestito non sia superiore a 90 giorni. Tale disposizione non si applica ai prestiti che prevedono una clausola che riconosce all'OICR il diritto di ottenere incondizionatamente, in ogni momento, la restituzione dei titoli dati in prestito;~~
 - ~~3) il valore corrente dei titoli prestati non ecceda il 50 per cento del totale delle attività dell'OICR.~~

~~Le disposizioni di cui alla precedente lett. e) non si applicano ai fondi specializzati in investimenti in depositi bancari limitatamente alle operazioni poste in essere con controparti bancarie.~~

~~I limiti indicati nelle precedenti lett. c) e d) devono essere rispettati durante l'intero intervallo di tempo per cui i contratti sono posti in essere; nel caso di coincidenza temporale tra la scadenza del primo contratto e l'avvio di quello successivo di rinnovo (c.d. “roll over”), le SGR nella verifica dei richiamati limiti possono non computare i titoli o le disponibilità rivenienti dal “rinnovo”, rispettivamente, di PCT attivi e PCT passivi — nel periodo intercorrente tra la stipula e il regolamento — ove sia accertata l'esistenza delle seguenti condizioni:~~

- ~~– i contratti siano stipulati con la medesima controparte o siano regolati presso il medesimo organismo di compensazione;~~
- ~~– le procedure amministrative adottate dall'OICR o i termini contrattuali adottati consentano di verificare la corrispondenza tra il regolamento del nuovo contratto di PCT e la conclusione dell'operazione oggetto di rinnovo.~~
 - economicamente appropriate, in quanto realizzate in modo efficiente per quanto attiene ai costi sopportati dal fondo;
 - poste in essere in relazione a uno dei seguenti fini:
 - d) riduzione del rischio del fondo;
 - e) riduzione del costo per il fondo;
 - f) generazione di capitale o di reddito aggiuntivi, con un livello di rischio coerente con il profilo di rischio del fondo e nel rispetto dei limiti prudenziali previsti nel presente capitolo;

I rischi di dette operazioni devono essere costantemente controllati.

6.7 Strumenti finanziari non quotati

Un OICR può investire in strumenti finanziari indicati ~~nell~~**nelle** lett. e) **e g-bis) non quotati** del par. 1 della presente Sezione nel limite del 10 per cento del totale delle attività ⁽⁶¹⁾.

⁶¹ In ogni caso un OICR non può essere investito in titoli di debito di società a responsabilità limitata od obbligazioni di società per azioni emesse ai sensi dell'art. 2412, comma 2, del codice civile.

SEZIONE III
OICR APERTI NON ARMONIZZATI

1. Disciplina dei fondi aperti non armonizzati

Ai fondi aperti non armonizzati si applicano le disposizioni della Sezione II per gli OICR armonizzati, salvo quanto di seguito indicato.

Il limite previsto dal par. 3.1, lett. a), della Sezione II, relativo al limite di investimento in strumenti finanziari quotati, è elevato al 15 per cento.

Non si applica quanto previsto nel par. 3.1, lett. c), 1° alinea, nel par. 4, ultimo capoverso. I limiti di cui al par. 6.2 della Sezione II sono raddoppiati.

I fondi aperti non armonizzati possono:

– investire ~~in fondi chiusi quotati;~~

~~investire~~ sino al limite complessivo massimo del 20 per cento del totale delle attività in fondi speculativi italiani o esteri (ivi inclusi quelli che investono una quota superiore al 10 per cento delle proprie attività in altri organismi di investimento collettivo del risparmio) per i quali sussistano le condizioni previste nel Titolo VI, Capitolo V, par. 2, per la commercializzazione di OICR non armonizzati in Italia ~~(⁶²);~~ **(63)**. L'investimento in fondi della specie è subordinato alle seguenti condizioni:

- il regolamento del fondo acquistato preveda che il valore della quota sia calcolato almeno una volta al mese facendo riferimento a valori delle attività riferiti a una data recente (es.: non più di un mese);
- siano previste adeguate forme per rendere conoscibili ai partecipanti le attività e le passività in cui è investito il fondo;
- siano previsti limiti di investimento volti a garantire un sufficiente frazionamento del portafoglio;
- il fondo investa in via prevalente in strumenti finanziari dotati di un adeguato grado di liquidità;
- in caso di fondi esteri, il depositario e l'*administrator* siano sottoposti a forme di vigilanza prudenziale da parte di un'autorità di uno Stato appartenente all'UE o del G10;
- sia fissata nel regolamento di gestione la leva finanziaria massima che il fondo speculativo potrà raggiungere computando ogni modalità tecnica (finanziamento, operazioni a termine, derivati ecc.);

~~⁶² La sussistenza delle condizioni va accertata dall'organo amministrativo della SGR attraverso un'apposita delibera prima di procedere all'acquisto delle parti degli OICR. L'organo amministrativo definisce le procedure volte a verificare la permanenza delle condizioni; le verifiche effettuate devono risultare dalla documentazione interna della SGR.~~

⁶³ **La sussistenza delle condizioni va accertata dall'organo amministrativo della SGR attraverso un'apposita delibera prima di procedere all'acquisto delle parti degli OICR. L'organo amministrativo definisce le procedure volte a verificare la permanenza delle condizioni; le verifiche effettuate devono risultare dalla documentazione interna della SGR.**

~~investire, nell'ambito del limite del 10 per cento previsto nel par. 6.7 per gli strumenti finanziari non quotati, anche in fondi chiusi non quotati.~~

L'investimento in un singolo fondo chiuso o speculativo non può essere superiore al 5 per cento del totale delle attività; nel caso di fondi speculativi che investono esclusivamente in altri OICR, il limite è elevato al 20 per cento.

SEZIONE IV
FONDI CHIUSI

1. Composizione complessiva del portafoglio

Il fondo comune istituito in forma chiusa investe il proprio patrimonio in:

- g) strumenti finanziari diversi dalle quote di OICR;
- h) OICR:
 - chiusi italiani o esteri per i quali sussistano le condizioni previste nel ~~Titolo VI, Capitolo V, par. 2~~ nella Sezione II;
 - armonizzati o non armonizzati aperti come definiti nella Sezione II, par. 1;
 - speculativi italiani ed esteri nei limiti e alle condizioni indicati nella Sezione III, par.1;
- i) beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari;
- j) crediti e titoli rappresentativi di crediti;
- k) altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale;
- l) depositi bancari.

I fondi chiusi possono detenere liquidità per esigenze di tesoreria.

2. Divieti di carattere generale

Si applicano i divieti previsti nella Sezione II, par. 2, lett. b), c) ed e), salve le deroghe previste per i fondi immobiliari dal D.M.

Nella gestione del fondo chiuso non è consentito svolgere attività diretta di costruzione di beni immobili.

3. Limiti alla concentrazione dei rischi

3.1 Strumenti finanziari e depositi bancari

Il fondo chiuso non può essere investito in strumenti finanziari non quotati di uno stesso emittente e in parti di uno stesso OICR per un valore superiore al 20 per cento del totale delle attività.

Si applicano le disposizioni previste per gli OICR armonizzati nella Sezione II, parr. 3.1, 3.2, 3.3, nonché 3.4⁽⁶⁴⁾. Il limite del 10 per cento previsto dal par. 3.1, lett. a), è elevato al 15 per cento. Il limite complessivo previsto dal par. 3.4⁽⁶⁵⁾, primo paragrafo, è elevato al 30 per cento del totale delle attività del fondo nel caso in cui il gruppo non sia quello di appartenenza della SGR.

⁶⁴ Ai fini del rispetto del limite previsto nella Sezione II, par. 3.4, si tiene conto anche dei beni previsti nel par. 5, 2° capoverso, della presente Sezione.

⁶⁵ Cfr. nota precedente.

3.2 Beni immobili e diritti reali immobiliari

Il fondo non può essere investito, direttamente o attraverso società controllate, in misura superiore a un terzo delle proprie attività in un unico bene immobile avente caratteristiche urbanistiche e funzionali unitarie.

3.3 Società immobiliari

L'investimento diretto o attraverso società controllate in società immobiliari che prevedano nel proprio oggetto sociale la possibilità di svolgere attività di costruzione è limitato - per i soli fondi immobiliari - al 10 per cento del totale delle attività del fondo.

3.4 Altri beni

Per l'investimento nei beni di cui al par. 1, lett. e), la SGR indica nel regolamento del fondo limiti di frazionamento che, tenuto conto della natura dei beni e delle caratteristiche dei mercati di riferimento, assicurino una ripartizione del rischio almeno equivalente a quella riveniente dall'applicazione delle limitazioni stabilite nelle presenti disposizioni.

4. Strumenti finanziari derivati

Si applicano le disposizioni previste per i fondi aperti nella Sezione II, par. 5.

5. Investimenti in crediti

Nel caso di fondi istituiti per realizzare operazioni di cartolarizzazione di crediti ai sensi della legge 30 aprile 1999, n. 130, il patrimonio del fondo è investito per intero in tali crediti.

Nel caso di fondi che investono in beni di cui al par. 1, lett. d), diversi da quelli istituiti per realizzare operazioni di cartolarizzazione, l'investimento in crediti verso una stessa controparte non può eccedere il 20 per cento del totale delle attività del fondo.

6. Altre regole prudenziali

6.1 Limiti alla detenzione di diritti di voto

Si applicano le disposizioni previste per i fondi aperti nella Sezione II, par. 6.1, limitatamente ai diritti di voto in società quotate. Tali limiti possono essere superati solo nell'ambito di operazioni volte a valorizzare la partecipazione con l'obiettivo di cederla, nell'interesse dei partecipanti, in un orizzonte temporale coerente con la politica di investimento del fondo.

6.2 Assunzione di prestiti

6.2.1 Fondi immobiliari

Gli OICR possono assumere prestiti, direttamente o tramite società controllate, nel limite massimo del 60 per cento del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari e del 20 per cento del valore degli altri beni. Entro tale limite complessivo, i fondi immobiliari

possono assumere prestiti, fino al limite del 10 per cento del valore complessivo netto del fondo, per effettuare rimborsi anticipati in occasione di nuove emissioni di quote.

6.2.2 Altri fondi chiusi

Gli OICR possono assumere prestiti, anche per effettuare rimborsi anticipati in occasione di nuove emissioni di quote, entro il limite massimo del 10 per cento del valore complessivo netto del fondo.

I fondi possono concedere propri beni in garanzia a fronte di finanziamenti ricevuti se la garanzia è funzionale o complementare all'operatività del fondo.

6.3 Concessione di prestiti

Nella gestione del fondo - ferme restando le riserve di attività previste per le banche e per gli intermediari finanziari - è consentito concedere prestiti unicamente:

- attraverso operazioni a termine su strumenti finanziari (pronti contro termine, riporti, prestito titoli e operazioni assimilabili), secondo le disposizioni del par. 6.6, della Sezione II;
- funzionali o complementari all'acquisto o alla detenzione da parte del fondo di partecipazioni. Ai fini del calcolo del limite indicato al precedente par. 3.1 si tiene conto anche dei prestiti concessi.

Inoltre, i fondi chiusi che prevedono l'investimento in beni immobili possono concedere tali beni in locazione con facoltà di acquisto per il locatario (c.d. *leasing immobiliare*).

6.4 Operazioni di collocamento del gruppo

Si applicano le disposizioni previste per i fondi aperti nella Sezione II, par. 6.3.

6.5 Titoli strutturati

Si applicano le disposizioni previste per i fondi aperti alla Sezione II, par. 6.4.

6.6 Investimenti in OICR

Il fondo chiuso non può acquistare OICR il cui patrimonio è investito, in misura superiore al 10 per cento del totale delle attività, in parti di altri OICR.

7. Fondi immobiliari ex art. 14-bis della L. 25.1.1994, n. 86

Ai fondi immobiliari previsti dall'art. 14-bis della legge 25.1.1994, n. 86, si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni previste nella presente Sezione.

8. Deroghe per gli OICR neocostituiti

Ferma restando l'esigenza di assicurare un'adeguata ripartizione dei rischi, gli OICR, per un periodo massimo di 6 mesi dall'inizio dell'operatività, possono derogare ai limiti di investimento indicati nella presente Sezione.

SEZIONE V

FONDI RISERVATI A INVESTITORI QUALIFICATI

1. Disciplina applicabile

Ai fondi riservati aperti e chiusi si applicano le disposizioni previste, rispettivamente, nelle Sezioni II e IV.

I fondi riservati possono investire in fondi speculativi italiani o esteri per i quali sussistano le condizioni previste dal Titolo VI, Capitolo V, par. 2, entro il limite del 30 per cento del totale delle attività del fondo.

I fondi aperti riservati possono investire in fondi chiusi italiani o esteri per i quali sussistano le condizioni previste ~~dal Titolo VI, Capitolo V, par. 2, entro~~ **nella Sezione II il limite 50 per cento del totale delle attività del fondo.**

I fondi chiusi riservati possono investire in fondi chiusi esteri per i quali non sussistono le condizioni previste ~~nel Titolo VI, Capitolo V, par. 2~~ **nella Sezione II.**

2. Deroghe ai limiti alla concentrazione dei rischi

In deroga a quanto previsto dai parr. 3, 4, 5 e 6, ad eccezione del par. 6.5, della Sezione II e dei parr. 3, 4, 5 e 6, ad eccezione dei parr. 6.2.1 e 6.2.2 (⁶⁶), della Sezione IV, i fondi riservati aperti e chiusi possono adottare nel regolamento di gestione limiti diversi da quelli previsti nel presente regolamento.

⁶⁶ Limitate deroghe a quanto previsto nei parr. 6.5 della Sezione II e 6.2.2 della Sezione IV del presente Capitolo in materia di assunzione di prestiti possono essere previste in relazione a particolari operazioni di investimento coerenti con la politica di gestione del fondo.

SEZIONE VI
FONDI SPECULATIVI

1. Oggetto dell'investimento e composizione complessiva del portafoglio

I fondi speculativi investono il proprio patrimonio nei beni indicati nel regolamento del fondo ⁽⁶⁷⁾.

Il regolamento dei fondi speculativi può stabilire limiti diversi da quelli previsti nel presente Capitolo, fermi restando il rispetto delle disposizioni in materia di attività riservate e l'esigenza di assicurare un frazionamento degli investimenti coerente con gli obiettivi di ottimizzazione del portafoglio.

I fondi di fondi possono investire il patrimonio in OICR (fondi di primo livello) che a loro volta investano in altri OICR (fondi di secondo livello) solo ove questi ultimi siano direttamente investiti in strumenti finanziari diversi dagli OICR ⁽⁶⁸⁾.

2. Garanzie rilasciate

Nel caso di garanzie rilasciate dal fondo, a fronte dei finanziamenti ricevuti, che comportino il trasferimento al soggetto finanziatore della titolarità dei beni costituiti in garanzia, le SGR si assicurano, attraverso opportuni meccanismi contrattuali:

- che il valore dei beni costituiti in garanzia - determinato facendo riferimento ai prezzi di mercato - non superi, se non in misura limitata e tenuto conto degli ordinari scarti di garanzia, l'importo del finanziamento ricevuto;
- la facoltà incondizionata di chiudere la posizione - ottenendo quindi la restituzione immediata delle garanzie dietro estinzione anticipata del prestito, anche prima della scadenza - al verificarsi di eventi, riguardanti il finanziatore, che pongano in pericolo la restituzione delle garanzie al fondo (c.d. clausola di "set off" del contratto).

⁶⁷ Tali beni possono essere anche diversi da quelli indicati nell'art. 4, comma 2, del D.M.

⁶⁸ Per le indicazioni da fornire nel rendiconto di gestione cfr. Allegati IV.6.1 e IV.6.2.

ALLEGATO**METODOLOGIA DEI MODELLI INTERNI****SEZIONE I****REQUISITI ORGANIZZATIVI****1. Governo societario**

Gli organi con funzioni di supervisione strategica, gestione e controllo, ciascuno secondo le rispettive competenze e responsabilità, definiscono le politiche generali del sistema di gestione del rischio di mercato, sono responsabili della sua realizzazione, vigilano sul suo concreto funzionamento, verificano la sua complessiva funzionalità e rispondenza ai requisiti previsti dalla normativa. Particolare attenzione va prestata ai processi, alle funzioni e agli altri profili che assumono rilievo ai fini della determinazione dell'”esposizione complessiva”.

2. Organizzazione e sistema dei controlli**2.1 Controlli di linea**

I controlli di linea sono effettuati dalle strutture deputate alla gestione del portafoglio dei fondi (front office) e da quelle responsabili della gestione delle transazioni (back-office); essi possono essere di tipo automatico ovvero disciplinati da appositi protocolli operativi, ad esempio controlli di tipo gerarchico.

In ogni caso, il sistema dei controlli di linea deve essere adeguatamente documentato e conosciuto dai responsabili delle singole unità operative.

I controlli sono finalizzati alla verifica della correttezza, completezza e coerenza interna delle informazioni sulle transazioni ed al rispetto dei limiti operativi.

2.2 Controlli di secondo livello: la funzione di gestione del rischio

La SGR dispone di una funzione di gestione del rischio, indipendente dalle unità di front office, che risponde direttamente all'organo con funzione di gestione.

La funzione è responsabile della progettazione e della messa in atto del sistema di gestione del rischio nonché dell'elaborazione e dell'analisi dei rapporti quotidiani sui risultati del modello di misurazione del rischio. I rapporti quotidiani della funzione sono esaminati da dirigenti di livello gerarchico tale da poter imporre riduzioni sia delle posizioni assunte sia dell'esposizione complessiva al rischio del fondo.

La SGR stabilisce procedure per verificare e imporre l'osservanza di una serie definita di politiche e controlli interni sull'insieme del funzionamento del sistema di misurazione dei rischi.

Tale sistema è ben documentato, ad esempio mediante un manuale di gestione del rischio che ne descriva i principi fondamentali e fornisca una spiegazione delle tecniche impiegate per misurare i rischi di mercato.

Il modello è integrato nel processo quotidiano di gestione e deve essere in grado di fornire agli organi aziendali le informazioni sull'esposizione al rischio del fondo.

La SGR pone in essere un programma di prove di stress (cfr. Sezione IV).

2.3 La convalida interna del modello

Il processo di convalida è costituito da una serie di attività e procedure volte ad assicurare che il modello sia progettato in maniera corretta e coerente e in grado di catturare adeguatamente tutti i rischi rilevanti.

La convalida è effettuata quando il modello viene inizialmente sviluppato e quando vengono apportate delle modifiche significative. La convalida è anche condotta su base continuativa.

L'attività di convalida deve essere svolta da soggetti qualificati e indipendenti dal processo di sviluppo del modello stesso, ancorché collocati funzionalmente nella stessa funzione di gestione del rischio. In ogni caso le attività di convalida devono essere svolte da soggetti non coinvolti nella funzione di revisione interna.

La convalida interna del modello prevede almeno:

- c) studi atti a dimostrare che le assunzioni adottate nel modello interno siano appropriate e non sottostimino il rischio;
- d) in aggiunta ai programmi di valutazione retrospettiva regolamentari, analisi condotte utilizzando prove aggiuntive⁽⁶⁹⁾.

I risultati delle attività di convalida sono adeguatamente documentati e sottoposti alle valutazioni della funzione di revisione interna e degli organi aziendali.

2.4. La revisione interna

La funzione di revisione interna procede ad un riesame dell'intero processo di gestione del rischio almeno una volta l'anno. Il riesame deve prendere in considerazione:

- l'adeguatezza rispetto alle prescrizioni della normativa del sistema di gestione del rischio, inclusa la relativa documentazione, e dell'organizzazione della funzione di gestione del rischio;
- l'integrazione dei risultati del modello interno nella gestione del portafoglio del fondo;
- l'attendibilità complessiva del sistema informativo;

⁽⁶⁹⁾ Che possono includere, ad esempio:

- test condotti utilizzando variazioni ipotetiche del valore del portafoglio (che si realizzerebbero qualora le posizioni di fine giornata rimanessero immutate);
- test basati su periodi di osservazione più lunghi di quanto richiesto per il programma di validazione retrospettiva regolamentare (ad es. 3 anni);
- test condotti con intervalli di confidenza diversi da quello, pari al 99 per cento, richiesto dagli standard quantitativi;
- test retrospettivi basati su portafogli definiti ad un livello inferiore rispetto all'intero portafoglio del fondo.

- i modelli di misurazione del rischio e i sistemi di valutazione che sono utilizzati dagli addetti al front-office e al back-office;
- l'accuratezza e la completezza dei dati, l'accuratezza e la congruità delle ipotesi di volatilità e di correlazione;
- il processo di verifica che la SGR impiega per valutare la coerenza, la tempestività e l'affidabilità delle fonti dei dati utilizzati per i modelli interni, anche sotto il profilo dell'indipendenza delle fonti stesse;
- il processo di verifica che la SGR impiega per valutare i test retrospettivi;
- il processo di convalida del modello di misurazione del rischio.

È inoltre necessario che vi siano verifiche periodiche del sistema di misurazione del rischio, dell'attività svolta dalla funzione di gestione del rischio, del rispetto delle procedure di gestione del rischio da parte del front-office.

Al fine di preservarne l'indipendenza, la funzione di revisione interna non deve essere direttamente coinvolta nella progettazione e nello sviluppo del sistema di gestione del rischio.

La revisione interna, nell'ambito dell'ordinaria informativa resa agli organi aziendali, illustra le attività svolte nell'anno e i relativi esiti, dando specifica evidenza a tutte le criticità e disfunzioni rilevate e proponendo gli interventi correttivi.

SEZIONE II

REQUISITI QUANTITATIVI

1. Criteri per l'individuazione dei fattori di rischio

Il modello interno deve rispettare alcuni vincoli nella scelta dei parametri di misurazione del rischio; in particolare, le SGR si adoperano affinché il modello incorpori tutti fattori di rischio connessi con l'operatività e il profilo di rischio dei fondi; in tal senso:

- relativamente al rischio di tasso di interesse, il modello incorpori i fattori di rischio relativi ai tassi di interesse di ciascuna valuta nella quale il fondo detenga posizioni che costituiscano un'esposizione al rischio di tasso di interesse. La SGR definisce la struttura per scadenze dei tassi di interesse servendosi di uno dei metodi generalmente accettati. Per esposizioni sostanziali al rischio di tasso di interesse nelle valute e nei mercati principali, la curva dei rendimenti deve essere suddivisa in almeno 6 segmenti di scadenza. Il sistema di misurazione del rischio deve inoltre tenere conto del rischio di movimenti non perfettamente correlati fra curve di rendimento relative a diversi strumenti finanziari;
- per il rischio di cambio, il sistema di misurazione incorpori i fattori di rischio corrispondenti alle singole valute in cui sono denominate le posizioni del fondo;
- per il rischio sui titoli di capitale, il sistema di misurazione impieghi un fattore di rischio distinto almeno per ciascuno dei mercati mobiliari nei quali il fondo detiene posizioni significative;
- il modello rifletta accuratamente, all'interno di ciascuna delle categorie generali di rischio, gli specifici rischi connessi con le opzioni.

Per poter calcolare il rischio specifico su titoli di debito e su titoli di capitale le SGR devono dimostrare che il modello sia anche in grado di:

- spiegare la variazione storica dei prezzi nel portafoglio ⁽⁷⁰⁾;
- resistere a una situazione sfavorevole ⁽⁷¹⁾;
- valutare adeguatamente il rischio base con riferimento ai singoli nomi ⁽⁷²⁾;
- valutare adeguatamente il rischio di evento ⁽⁷³⁾;
- essere convalidato da test retrospettivi volti a verificare che il rischio specifico sia valutato in modo adeguato.

Laddove il portafoglio sia esposto a rischio di eventi a bassa probabilità ed elevato impatto (non rilevati nel calcolo del VaR che prevede un periodo di detenzione di 30 giorni e un intervallo di confidenza del 99%), la SGR provvede affinché tali eventi siano valutati adeguatamente attraverso

⁽⁷⁰⁾ Una misura in grado di spiegare la variazione storica dei prezzi è il valore della R^2 di una regressione; in questo caso il modello dovrebbe essere in grado di spiegare almeno il 90% della variazione storica dei prezzi o di includere esplicitamente stime della variabilità dei residui non catturati nei fattori della regressione.

⁽⁷¹⁾ Il modello interno deve essere in grado di segnalare un rischio crescente nel caso di situazione sfavorevole. Tale risultato può essere ottenuto incorporando nel periodo di stima del modello almeno un intero ciclo economico e assicurando che il modello si sia rivelato accurato nella fase discendente del ciclo. Alternativamente, il risultato può essere ottenuto attraverso una simulazione delle situazioni storicamente o probabilisticamente peggiori (*worst-case*).

⁽⁷²⁾ Per base si intende la differenza di valore tra la copertura e il titolo coperto. In particolare, per quanto riguarda il rischio specifico, il rischio base è dato da differenze idiosincratice tra posizioni simili ma non identiche, ad esempio titoli di debito con diverso grado di subordinazione, discordanza tra le scadenze, o derivati di credito relativi a differenti eventi di default.

⁽⁷³⁾ Relativamente al rischio specifico su titoli di debito, il modello deve considerare in particolar modo il rischio di migrazione (cambiamento di classe di rating). Relativamente al rischio specifico su titoli di capitale, gli eventi che devono essere considerati dal modello sono rappresentati da salti di prezzo di grandezza elevata, dovuti ad esempio a fusioni, scissioni e acquisizioni. Inoltre la SGR deve valutare la rappresentatività dei campioni oggetto di analisi ed in particolare tener conto delle possibili distorsioni dovute al campionamento.

ulteriori misure, quali ad esempio prove di stress. I risultati di tali misure devono essere considerati a fini gestionali interni.

Le SGR possono stabilire in autonomia le modalità di misurazione del rischio delle posizioni individuali e i criteri di aggregazione per il calcolo della rischiosità del portafoglio (74), comunicando alla Banca d'Italia i criteri di aggregazione dei rischi associati alle singole componenti del portafoglio.

2. Criteri per il calcolo del VaR

Il calcolo del VaR deve essere effettuato su base giornaliera e deve prevedere un intervallo di confidenza unilaterale del 99 per cento e un periodo di detenzione pari a 30 giorni.

Inoltre, il periodo storico di osservazione deve riferirsi ad almeno un anno precedente, tranne nel caso in cui un aumento improvviso e significativo delle volatilità dei prezzi giustifichi un periodo di osservazione più breve.

Le serie di dati utilizzate devono essere aggiornate con frequenza almeno trimestrale. Le SGR procedono ad aggiornamenti più frequenti ogniqualvolta le condizioni di mercato mutino in maniera sostanziale.

Per il calcolo del VaR, le SGR possono utilizzare correlazioni empiriche nell'ambito della stessa categoria di rischio e fra categorie di rischio distinte. La Banca d'Italia accerta che il metodo di misurazione delle correlazioni utilizzato sia corretto e applicato in maniera esaustiva.

⁽⁷⁴⁾ A titolo esemplificativo tra le opzioni disponibili vi è l'impiego della matrice di covarianza, del metodo della simulazione storica, delle simulazioni di tipo Montecarlo.

SEZIONE III

DETERMINAZIONE DELL'ESPOSIZIONE COMPLESSIVA

1. Limiti all'esposizione complessiva

I fondi, tenuto conto della loro politica di investimento, rispettano i seguenti limiti di esposizione complessiva:

c) Fondi con un indice di riferimento (benchmark)

Le SGR assicurano che i fondi con un benchmark di riferimento non abbiano una esposizione complessiva, calcolata attraverso il modello interno, superiore a due volte quella del "portafoglio di riferimento".

Per "portafoglio di riferimento" si intende un portafoglio, privo di strumenti finanziari derivati, costruito in modo coerente con la politica di investimento del fondo e con l'indice di riferimento indicato nel regolamento di gestione e nel prospetto, avente lo stesso valore di mercato del fondo.

Il processo di determinazione del "portafoglio di riferimento" è basato su procedure documentate e ricostruibili approvate dall'organo di supervisione strategica. Il "portafoglio di riferimento" è approvato dall'organo con funzione di gestione.

d) Fondi privi di un indice di riferimento

Nel caso di fondi per i quali non è appropriato costruire un "portafoglio di riferimento" (es.: fondi a ritorno assoluto), le SGR calcolano, attraverso il modello interno, l'esposizione complessiva ai rischi e, tenuto conto della politica di investimento del fondo, fissano una soglia massima di esposizione, comunque non superiore al 20 per cento.

2. Risultati dei test retrospettivi

Il test retrospettivo mette a confronto il VaR, calcolato secondo il modello interno e con orizzonte temporale giornaliero, con la variazione giornaliera del valore del portafoglio al fine di verificare se le misure di rischio elaborate dalla SGR al 99° percentile coprono effettivamente il 99% dei risultati. Il test si considera superato da un modello che, su un campione di 250 giorni lavorativi, produca al massimo 4 casi in cui i risultati effettivi non sono coperti dalla misura del rischio ("scostamenti"). Il test retrospettivo deve essere svolto quotidianamente.

Il calcolo della variazione di valore del portafoglio deve essere il più possibile significativa per il confronto con il VaR, pertanto la misura più indicata è data dalla variazione effettiva netta.

Inoltre, la SGR deve essere in grado, ove richiesto, di effettuare test retrospettivi sulla base di variazioni ipotetiche del valore del portafoglio, calcolate mantenendo invariate le posizioni di fine giornata.

Se la variazione effettiva del valore del portafoglio supera il VaR calcolato secondo il modello, si ha uno scostamento. In funzione del numero di scostamenti si applicano i limiti di esposizione complessiva riportati nella Tabella 1 della presente Sezione.

Tabella 1 **Esposizione complessiva**

<u>Numero di scostamenti</u>	<u>Fondi con indice di riferimento</u>	<u>Fondi privi di indice di riferimento</u>
<u>meno di 5</u>	<u>ReVaR 200%</u>	<u>VaR massimo (Max 20%)</u>
<u>5</u>	<u>ReVaR 160%</u>	<u>VaR massimo -20% (16%)</u>
<u>6</u>	<u>ReVaR 150%</u>	<u>VaR massimo -25% (15%)</u>
<u>7</u>	<u>ReVaR 135%</u>	<u>VaR massimo -32,5% (14%)</u>
<u>8</u>	<u>ReVaR 125%</u>	<u>VaR massimo -37,5% (13%)</u>
<u>9</u>	<u>ReVaR 115%</u>	<u>VaR massimo -42,5% (12%)</u>
<u>10 o più</u>	<u>ReVaR 100%</u>	<u>VaR massimo -50% (10%)</u>

La SGR notifica prontamente alla Banca d'Italia gli scostamenti rilevati dal programma di test retrospettivi che hanno determinato l'applicazione dei limiti di cui alla Tabella 1 della presente Sezione.

Ove gli scostamenti risultino numerosi, la Banca d'Italia può imporre le misure necessarie per assicurare il tempestivo miglioramento del modello. Nel caso in cui, nonostante tali misure, gli scostamenti persistano la Banca d'Italia può revocare il riconoscimento del modello interno.

SEZIONE IV

PROVE DI STRESS

1. Programma di prove di stress

Le SGR che utilizzano modelli interni dispongono di un rigoroso e completo programma di prove di stress per l'individuazione di eventi o fattori che potrebbero incidere in modo rilevante sulla rischiosità del portafoglio dei fondi.

Gli scenari di stress devono contemplare un'ampia gamma di fattori in grado di generare perdite e guadagni straordinari nei portafogli o di rendere particolarmente difficoltoso il controllo dei rischi. La definizione degli scenari deve in particolare tenere conto della illiquidità dei mercati in condizioni di stress, della concentrazione del portafoglio, delle situazioni di mercato con comportamenti fortemente omogenei, dei rischi di evento, della non-linearità dei prodotti, delle posizioni "deep out-of-the-money", delle posizioni soggette a discontinuità nei prezzi e di altri rischi che non siano adeguatamente colti dai modelli VaR. Gli shock applicati devono riflettere la natura dei portafogli e il tempo che potrebbe essere necessario per coprire o gestire i rischi in condizioni di mercato estreme.

Le prove di stress devono essere di natura sia quantitativa sia qualitativa e contemplare tanto il rischio di mercato quanto gli effetti di liquidità generati da turbative di mercato. I criteri quantitativi individuano plausibili scenari di stress cui i portafogli dei fondi possono trovarsi esposti. I criteri qualitativi individuano le misure da intraprendere per ridurre il rischio e preservare il valore del patrimonio del fondo.

I risultati delle prove di stress sono comunicati regolarmente all'organo con funzione di supervisione strategica e all'organo con funzione di gestione.

2. Tipologia di scenari

Le SGR sottopongono i portafogli dei fondi a vari scenari di stress simulati.

Un primo tipo di scenario comprende periodi passati di forte perturbazione, tenendo conto sia degli ampi movimenti di prezzo sia della forte riduzione della liquidità che si è accompagnata a questi eventi (75).

Un secondo tipo di scenario misura la sensibilità dell'esposizione ai rischi di mercato a determinate variazioni nei parametri di volatilità e correlazione. La prova di stress comporta l'individuazione dell'intervallo entro cui si sono mosse le passate variazioni delle volatilità e delle correlazioni e una valutazione delle attuali posizioni dei portafogli a fronte di valori estremi di tale intervallo storico.

Al fine di cogliere le specificità dei portafogli, ciascuna SGR individua inoltre situazioni di stress che essa considera massimamente sfavorevoli.

I risultati dei test trovano riflesso nelle linee operative e nei limiti di esposizione fissati dai competenti organi aziendali.

Le SGR forniscono alla Banca d'Italia una descrizione della metodologia impiegata per definire e testare gli scenari di stress e dei risultati ottenuti.

⁽⁷⁵⁾ A titolo di esempio, il crollo del mercato azionario del 1987, la crisi dello SME del 1992, la caduta dei corsi obbligazionari nel primo trimestre del 1994, la caduta delle borse del sud-est asiatico dell'ottobre 1997, la crisi dei mercati innescata dai mutui sub prime nell'estate 2007.

SEZIONE V

AUTORIZZAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA

La Banca d'Italia autorizza l'utilizzo dei modelli interni per il calcolo dell'esposizione massima, subordinatamente al rispetto dei requisiti organizzativi e quantitativi, in conformità con quanto previsto nel presente Allegato.

Gli aspetti di rilievo emersi dall'esame della documentazione da parte della Banca d'Italia vengono approfonditi con gli esponenti aziendali coinvolti nei diversi aspetti del processo di misurazione e gestione del rischio.

La Banca d'Italia si riserva, anche in caso di riconoscimento del modello, di indicare gli aspetti non pienamente rispondenti ai requisiti minimi e di richiedere interventi correttivi.