Commissione parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori
di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale

**Indagine conoscitiva sulla gestione del risparmio previdenziale
da parte dei fondi pensione e Casse professionali**

L'attività di controllo della Banca d'Italia sulle Società di Gestione del Risparmio

Audizione del Titolare della Divisione SGR del Servizio Supervisione
sugli Intermediari Finanziari della Banca d'Italia

Luca Zucchelli

Palazzo San Macuto
Roma, 10 marzo 2015

Signor Presidente, Onorevoli Senatori, Onorevoli Deputati,

ringrazio la Commissione parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale per avermi invitato a partecipare al ciclo di audizioni nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla gestione del risparmio previdenziale dei fondi pensione e delle casse professionali.

Nel mio intervento, dopo aver fornito una breve sintesi sull'attività delle SGR e richiamato il quadro normativo di riferimento, illustrerò il processo di controllo prudenziale svolto dalla Banca d'Italia, fornendo alcuni dati sull'attività svolta negli ultimi tre anni; riporterò infine alcuni dati sull'operatività delle SGR nel campo del risparmio previdenziale e concluderò con alcuni cenni sulle problematiche di vigilanza rilevate con riferimento alle SGR che gestiscono prodotti o investimenti previdenziali.

1. Cosa fanno le SGR

Nel novero degli intermediari che operano in strumenti finanziari, le Società di Gestione del Risparmio (SGR) sono specializzate nelle attività di investimento delegato, nelle quali il gestore riceve i fondi dal risparmiatore con l'incarico di effettuare le scelte di investimento ritenute più opportune entro le linee fissate all'inizio del rapporto da un contratto di mandato.

In tale ambito, la gestione di portafogli di investimento (gestione "individuale") può essere svolta anche da banche e SIM, mentre la gestione collettiva, che si realizza attraverso la gestione degli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR), è riservata alle SGR. Le SGR, introdotte dal D. Lgs. 58/98 (Testo Unico della Finanza - TUF), si qualificano quindi come intermediari specializzati nell'attività di gestione (sono limitate le altre attività finanziarie che possono svolgere), ma dotati di largo spettro operativo, essendo gli unici soggetti che possono esercitare sia la gestione collettiva sia quella individuale.

Nell'ambito delle gestioni collettive, gli OICR italiani (nel seguito per semplicità si useranno in modo indistinto le nozioni di OICR e di fondo comune di investimento) si distinguono in tre settori di attività ben distinti:

- fondi aperti (i cui *assets* sono investiti prevalentemente in titoli di società quotate e titoli obbligazionari secondo strategie di investimento la cui rischiosità, strettamente connessa all'utilizzo dei derivati e della leva, determina la tipologia di investitori a cui sono rivolti);
- fondi chiusi mobiliari o di *private equity* (il cui patrimonio è investito in titoli di società prevalentemente non quotate al fine di aumentarne, nel medio periodo, il valore e generare un profitto al momento della vendita);

- fondi chiusi immobiliari (il cui patrimonio è investito, per almeno due terzi, in *assets* immobiliari).

Gli OICR aperti garantiscono ai sottoscrittori la possibilità di entrare e uscire nell'investimento durante tutto il ciclo del fondo. Tale facoltà è esercitabile in momenti prestabiliti, coincidenti con il calcolo del valore della quota la cui cadenza varia tra le diverse tipologie di fondi aperti, anche in relazione al grado di liquidabilità degli *assets*.

Diversamente, i fondi chiusi, perseguendo come obiettivo di investimento quello dello sviluppo industriale/immobiliare prevedono un primo periodo di raccolta degli investimenti, un secondo periodo di sviluppo del progetto (nel quale possono essere anche distribuiti proventi ai sottoscrittori) e un terzo e ultimo periodo di dismissione degli investimenti e conseguente rimborso delle quote.

Al 31.12.2014, le SGR erano 145: 51 specializzate nella gestione di fondi aperti e nel servizio di gestione di portafogli, 50 nella gestione di fondi di *private equity* e 44 nella gestione di fondi immobiliari.

A tale data i patrimoni affidati in mandati di gestione individuale alle SGR ammontavano a circa 620 mld € e i fondi comuni di diritto italiano erano 1.520, per *asset under management* pari a oltre 250 mld €, suddivisi nelle seguenti categorie:

- fondi aperti (930 fondi per 204 mld € di patrimonio complessivo) composti prevalentemente da fondi armonizzati conformi alla direttiva UCITS;
- fondi chiusi di *private equity* (167 per quasi 9 mld € di patrimonio) in larghissima parte riservati a investitori qualificati[1];
- fondi chiusi immobiliari (401 per circa 38 mld € di patrimonio), tra cui sono prevalenti i fondi riservati e speculativi, ma con una presenza importante di fondi *retail* quotati (27 per 5,5 mld €).

Al 31 dicembre 2014, il patrimonio degli italiani investito in fondi comuni di diritto estero (nella quasi totalità fondi UCITS) commercializzati in Italia ammontava a circa 480 mld €, dei quali quasi 280 € gestiti da intermediari riconducibili a gruppi italiani.

2. Il quadro normativo e la ripartizione delle responsabilità tra la Banca d'Italia e la CONSOB

Dalla sommaria descrizione delle attività svolte, si comprende come le ragioni della supervisione sulle SGR sono in larga misura coincidenti con quelle delle banche: l'esistenza di un affidamento fiduciario da parte degli investitori che incanalano i propri risparmi verso queste categorie di soggetti e la creazione di rapporti tra intermediari basati sulla reputazione dei singoli operatori richiedono misure per salvaguardare la fiducia nel sistema finanziario, assicurare la tutela degli investitori, garantire la stabilità, la competitività e il buon funzionamento del sistema finanziario (art. 5 TUF).

[1] La categoria ricomprende investitori istituzionali (fondi pensione, fondazioni, assicurazioni, altri fondi comuni), le banche, le assicurazioni, le imprese di investimento nonché le persone giuridiche e naturali che certificano di avere adeguata esperienza nel campo degli investimenti dei fondi.

Per il perseguimento di questi obiettivi il TUF stabilisce che la Banca d'Italia è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari, mentre la Consob è responsabile per ciò che attiene alla trasparenza e alla correttezza dei comportamenti.

Il quadro normativo che regola l'attività delle SGR è strutturato in modo simile a quello degli altri intermediari: a livello europeo vi sono due direttive di primo livello, la 2009/65 (UCITS IV) che disciplina la gestione dei fondi aperti UCITS (in italiano Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari – OICVM) e la 2011/61 (AIFMD, in via di recepimento) che tratta dei gestori dei fondi di investimento alternativi (cioè tutti quelli non UCITS), nonché un articolato insieme di misure (Direttive, Regolamenti, Regulatory Technical Standards, Guidelines) cc.dd. di livello 2 e 3 (l'autorità di settore è l'ESMA).

A livello nazionale la materia è disciplinata dal TUF e da diversi decreti ministeriali (tra i quali il DM 228/99 che regola la struttura dei fondi comuni) e dai provvedimenti emanati dalle autorità di vigilanza (Banca d'Italia e Consob).

In un'ottica spiccatamente prudenziale, la disciplina delle SGR prevede, in grande sintesi, sistemi di controllo all'entrata, norme per il contenimento del rischio e per l'adeguatezza degli assetti organizzativi e contabili, strumenti per la gestione delle crisi.

La normativa attribuisce alle autorità di vigilanza gli stessi poteri riconosciuti sulle banche e sulle SIM: regolamentari, informativi, ispettivi, di intervento e sanzionatori. Le SGR sono soggette all'amministrazione straordinaria e alla liquidazione coatta amministrativa.

Dal punto di vista dei contenuti della regolamentazione, essa copre tutto lo spettro dell'attività degli intermediari: sono previsti requisiti di reputazione e di solidità dei partecipanti al capitale; sono delimitate le attività esercitabili dalle SGR e determinati i loro requisiti prudenziali (requisiti minimi di capitale essenzialmente volti a fronteggiare il rischio operativo); sono indicati i requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza degli esponenti aziendali; sono previste regole sulla *governance* e sui controlli interni; sono dettati i requisiti dei sistemi informativi e contabili; è disciplinato il processo di gestione dei rischi; sono imposte regole di condotta e misure di contenimento dei conflitti di interesse (si applica alle SGR tutto il sistema MIFID); è disciplinata l'informativa ai clienti e al mercato.

La normativa in materia di gestione collettiva conferisce una rilevanza autonoma alla disciplina del prodotto, cioè del fondo comune. Infatti, l'obiettivo di assicurare un puntuale governo dei rischi assunti dalla SGR per conto dei sottoscrittori è perseguito, non solo agendo sulle procedure organizzative della società, ma anche ponendo limiti di natura prudenziale all'attività di investimento per conto dei fondi, nonché prevedendo l'intervento della vigilanza per l'approvazione dei regolamenti di gestione e delle operazioni straordinarie tra fondi.

La presenza di misure prudenziali nelle gestioni collettive più pregnanti rispetto a quelle individuali è da ricondurre al minor grado di controllo sugli investimenti che il sottoscrittore del fondo comune può – a parità di rischio sopportato – esercitare rispetto al titolare di una gestione individuale. Inoltre, la gestione in monte di grandi patrimoni può determinare,

laddove non adeguatamente controllata, effetti negativi su altri intermediari (che agiscono come loro controparti) e sui mercati finanziari, con potenziali conseguenze sistemiche.

Il secondo principale profilo di regolamentazione del prodotto è quello relativo al regolamento di gestione del fondo (o statuto della SICAV). Costituendo esso il contratto tra la SGR e il sottoscrittore, che può solo accettarlo o rifiutarlo *in toto*, la legge attribuisce alla Banca d'Italia il compito di individuarne il contenuto minimo e i criteri di redazione e di approvarne il testo e le sue successive modifiche.

La Banca d'Italia è inoltre responsabile per la fissazione delle regole di valutazione degli *asset* dei fondi e per il contenuto degli schemi contabili periodici. Infine la Banca autorizza le fusioni tra i fondi. Dopo la modifica del TUF del maggio 2011, la Banca d'Italia approva solo le fusioni e i regolamenti dei fondi *retail*, mentre per i fondi riservati e speculativi le SGR possono agire in piena autonomia (nel rispetto delle norme di legge e del DM 228/99).

In proposito, è opportuno sottolineare come la disciplina contenga una netta demarcazione tra la regolamentazione e i controlli previsti per i fondi destinati alla generalità del pubblico (retail), assai puntuali e dettagliati e quelli, molto più flessibili, disegnati per i fondi riservati a investitori qualificati e speculativi, laddove la natura "informata" dei sottoscrittori di questi ultimi e la loro ben maggiore capacità di contrattare i termini del mandato con il gestore e di controllarne nel continuo l'operato, fa venire meno le esigenze di etero tutela definite a protezione degli investitori retail.

In tale logica, nella definizione dei limiti operativi dei fondi comuni (essenzialmente volti a contenere la leva finanziaria dei portafogli dei fondi e a imporre criteri di frazionamento del rischio) il Regolamento della Banca d'Italia dell'8/05/2012 calibra l'intensità dell'intervento pubblico in relazione alle caratteristiche dei fondi e dei soggetti che li possono sottoscrivere: più pregnante è la regolamentazione dei fondi destinati al grande pubblico, minore per i fondi riservati a operatori qualificati, minima per i fondi speculativi diretti ai grandi patrimoni.

Questa distinzione appare rilevante ai fini della presente esposizione, tenuto conto che gli enti di previdenza e i fondi pensione, peraltro soggetti a forme proprie di regolamentazione e controllo, ricadono nella categoria degli investitori qualificati.

È utile rammentare che tutti i fondi comuni devono affidare in custodia i propri asset a una banca depositaria, alla quale l'ordinamento demanda anche il compito di controllare la regolarità delle operazioni dei fondi e la loro rispondenza alla legge, alla normativa emanata dalle autorità e al regolamento di gestione. La banca depositaria è tenuta a segnalare ogni irregolarità rilevata alle autorità e risponde nei confronti degli investitori di ogni danno derivante da negligenza nei suoi controlli.

Si segnala altresì che con la modifica del TUF in occasione del recepimento della direttiva UCITS IV (aprile 2012) è stata introdotta, con l'art. 57, comma 6-bis, una specifica procedura per regolare la liquidazione dei fondi non in grado di rispettare i propri obblighi patrimoniali. In tale circostanza i creditori o la SGR possono adire il giudice che, sentita la

SGR e la Banca d'Italia, può deliberare la liquidazione del fondo; in tale evenienza la Banca d'Italia nomina uno o più liquidatori (anche SGR o enti) e la procedura segue le regole della liquidazione coatta degli intermediari.

Infine, sotto il profilo dell'evoluzione normativa, si rammenta che sta per essere completato il recepimento della citata AIFMD. Per quanto il quadro normativo nazionale fosse già strutturato in modo assai rigoroso anche con riguardo alla gestione dei fondi di investimento alternativi, l'intervento complessivo comporterà significative novità con riguardo a: definizione della riserva di attività (introduzione della figura della società di investimento a capitale fisso – SICAF); classificazione dei prodotti (scomparsa delle categorie dei fondi riservati a investitori qualificati e speculativi, sostituite da quella dei fondi riservati a investitori professionali); disciplina del depositario (anche le imprese di investimento potranno prestare tale servizio) e delimitazione della sua responsabilità; organizzazione interna delle SGR (obbligo di istituire una funzione indipendente di gestione del rischio e revisione della normativa sulla esternalizzazione di funzioni aziendali rilevanti); valutazione dei beni dei fondi (obbligo di assicurare l'indipendenza gerarchica della funzione responsabile); commercializzazione dei fondi e operatività transfrontaliera (passaporto per commercializzazione nella UE di fondi alternativi a investitori professionali).

Viene confermata anche nel nuovo regime la distinzione di trattamento tra i fondi retail e quelli riservati a investitori professionali, nei quali vengono d'ufficio ricompresi i fondi riservati e speculativi esistenti attualmente.

3. L'azione di vigilanza della Banca d'Italia

3.1 Principi generali

L'azione della vigilanza è volta, come per le banche, a stimolare un efficiente governo dei rischi da parte degli intermediari. La peculiarità che caratterizza gli intermediari specializzati nella gestione del risparmio è che, accanto alla capacità di gestire i rischi assunti in proprio, rileva in modo particolare quella di controllare i rischi assunti per conto della clientela.

Gli strumenti utilizzati a tal fine dalla vigilanza sono essenzialmente due: la promozione di assetti organizzativi aziendali adeguati (con riferimento alla trasparenza dell'assetto proprietario, alla solidità della governance, alla completezza dei sistemi informativi, alla efficacia delle procedure di controllo dei rischi e del più generale sistema dei controlli interni) e/o la fissazione di limiti prudenziali all'assunzione dei rischi per conto dei fondi.

L'importanza cruciale rivestita dalla verifica dell'adeguatezza degli assetti organizzativi delle SGR è collegata alla forte dinamicità dell'ambiente in esse cui operano: la competitività, la prosperità e la stessa sopravvivenza di tutti gli operatori dipendono dall'efficacia e dalla tempestività con le quali essi sono in grado di percepire i segnali provenienti dall'ambiente stesso, elaborare una valida strategia di risposta e porre in essere gli strumenti per attuarla, dotandosi delle risorse tecniche e umane necessarie e assicurandosi che i comportamenti

intrapresi a ogni livello della struttura organizzativa siano congrui ai fini del raggiungimento degli obiettivi fissati e rispettosi dell'interesse dei clienti.

In tale ambito, un elemento di fondamentale importanza dal punto di vista della vigilanza è ovviamente costituito dall'adozione di affidabili procedure di gestione dei rischi aziendali e, soprattutto, di quelli assunti per conto della clientela. Nel disegno e nella gestione del sistema di controllo dei rischi i massimi organi decisionali della società debbono svolgere un adeguato ruolo di decisione, supervisione e indirizzo, assicurandosi che tutti i profili di rischio rilevanti per l'operatività della società e dei fondi siano monitorati, valutati, misurati e gestiti.

L'assetto organizzativo deve essere più in generale caratterizzato da efficaci sistemi di controllo interno, imperniati su procedure interne codificate in modo adeguato e rispettate a tutti i livelli organizzativi e sulla creazione di unità appositamente dedicate al loro monitoraggio e verifica, autonome dai settori operativi e in stretto contatto con l'alta direzione e il collegio sindacale.

Al contenimento dei rischi assunti dalle SGR per conto della clientela contribuisce altresì in modo rilevante il rigoroso rispetto delle norme che impongono agli intermediari di mantenere i beni di pertinenza dei singoli clienti di cui essi dispongono in relazione al servizio di gestione individuale separati da quelli della società medesima e da quelli degli altri clienti.

I controlli in sede di autorizzazione iniziale sono volti ad assicurare che la prestazione dei servizi di gestione del risparmio sia svolta da intermediari dotati di adeguata organizzazione, controllati e diretti da soggetti qualificati professionalmente e in grado di garantire la sana e prudente gestione degli intermediari medesimi. La Banca d'Italia, oltre ad intervenire in sede di autorizzazione iniziale, è in particolare responsabile per il nulla osta ai trasferimenti di quote rilevanti del capitale delle SGR e per l'autorizzazione delle operazioni di fusione tra SGR.

La Banca d'Italia esercita il controllo "on going" sull'evoluzione della situazione tecnica delle SGR e sul rispetto della normativa mediante gli strumenti della vigilanza informativa e ispettiva.

I flussi informativi attivati dall'organo di vigilanza sono molteplici e vanno dalla segnalazione periodica di dati in via elettronica, all'invio della documentazione di bilancio e delle riunioni assembleari, alle comunicazioni relative agli assetti proprietari, alle relazioni sulla struttura organizzativa, ecc.

Un ruolo importante hanno inoltre gli incontri che sono svolti su tematiche generali o specifiche con gli esponenti aziendali, che permettono approfondimenti mirati sulle realtà aziendali, oltre a costituire utili momenti di confronto sulle complessive strategie perseguite dalle società.

La disponibilità delle cennate informazioni consente da un lato il monitoraggio del rispetto delle regole prudenziali e dall'altro di svolgere un'attività di analisi delle situazioni aziendali volta a individuare con tempestività eventuali profili di criticità, al fine di porre in essere gli opportuni interventi correttivi.

Un contributo fondamentale all'accertamento dei profili di criticità riviene dall'attività ispettiva. Infatti, la natura dell'operatività delle SGR e la rilevanza degli aspetti connessi con i concreti assetti aziendali e i comportamenti seguiti dagli operatori fa delle ispezioni uno strumento privilegiato per l'apprezzamento delle situazioni aziendali, in quanto consente, in una logica integrata con l'analisi "a distanza", di analizzare e quantificare in modo preciso l'operatività aziendale e di estendere l'esame dei profili organizzativi a un livello di dettaglio difficilmente raggiungibile mediante altre modalità.

L'attività di analisi si avvale di schemi e metodologie standardizzati analoghi a quelli delle banche e si concretizza nel processo di revisione prudenziale (Supervisory Review and Evaluation Program – SREP), svolto con frequenza annuale su ogni singolo intermediario.

Lo SREP si pone l'obiettivo di esaminare i singoli profili di rischio e gestionali (rischio strategico, rischio operativo e reputazionale, sistemi di governo e controllo, situazione reddituale e adeguatezza patrimoniale) e di valutare la complessiva situazione dei singoli intermediari, individuando in una scala di priorità "risk based" i soggetti per i quali si reputa necessaria un'azione della vigilanza. Sulla base delle risultanze dell'analisi annuale viene quindi definita la programmazione dell'attività di vigilanza per l'anno successivo, individuando le forme di intervento più appropriate per ciascun intermediario.

Coerentemente con la presenza di una disciplina che si rivolge sia alla SGR sia al prodotto, le metodologie di analisi standardizzata sulle SGR prevedono un doppio livello: da un lato sono apprezzate la gamma dei prodotti offerti e le modalità gestionali mediante schemi di analisi riferiti ai singoli organismi gestiti (con attenzione all'evoluzione dei portafogli, agli stili di gestione e alla performance), dall'altro sono esaminati l'assetto organizzativo, gli andamenti delle masse gestite e gli equilibri economico-patrimoniali della società.

Nell'ambito della complessiva operatività della vigilanza, rivestono un ruolo peculiare i cennati profili centrati sulla disciplina del prodotto: da un lato vi è il controllo puntuale del rispetto dei limiti operativi dei fondi comuni retail – attuato in automatico sulla base delle segnalazioni di vigilanza ovvero in relazione alle comunicazioni della banca depositaria – e, dall'altro, l'attività amministrativa avente a oggetto l'approvazione dei regolamenti dei fondi comuni.

Sulla base delle risultanze delle analisi svolte e in relazione al grado di criticità rilevato, l'organo di vigilanza adotta varie iniziative volte alla rimozione dei problemi osservati.

Gli interventi "ordinari", attuati tramite lettera o incontro con gli esponenti aziendali, sono finalizzati a sensibilizzare gli organi amministrativi delle società sui profili rilevati e a sollecitare adeguate misure correttive. In casi di maggiore complessità o di rischi per la stabilità degli intermediari la Banca d'Italia può adottare provvedimenti di divieto a intraprendere nuove operazioni o richiedere il rispetto di requisiti patrimoniali specifici.

Laddove si rilevino gravi irregolarità e l'impossibilità/incapacità di agire da parte degli esponenti aziendali la Banca d'Italia promuove lo scioglimento degli organi amministrativi e la nomina di un commissario straordinario. Nel caso di gravissime violazioni o perdite patrimoniali è promossa la liquidazione coatta amministrativa.

3.2 Alcuni dati sull'attività svolta sulle SGR e sulla tipologia di azioni intraprese

Negli ultimi anni l'attività di vigilanza svolta sulle SGR è stata intensa[2], anche a causa del crescente numero di situazioni di criticità che nel difficile contesto congiunturale hanno interessato gli OICR e si sono riflesse sull'andamento delle SGR.

Con riguardo all'attività amministrativa, nel corso degli ultimi tre anni sono state esaminate numerose iniziative concernenti le riorganizzazioni strategiche degli intermediari mediante fusioni (n. 23), variazioni degli assetti proprietari (n. 85) o estensioni dell'operatività (n. 29). La crisi si è inoltre riflessa nell'uscita dal mercato di numerose società (n. 24) per le quali sono state curate le relative istruttorie.

Nel triennio la Banca d'Italia ha effettuato n. 38 ispezioni. Con riguardo all'attività di intervento, nel corso del triennio sono stati svolti oltre 900 interventi di vigilanza, che hanno interessato la totalità delle SGR, divisi quasi equamente tra lettere e incontri con gli esponenti aziendali. Numerose iniziative, di carattere prettamente conoscitivo, si sono incardinate nell'ambito di procedimenti amministrativi con l'obiettivo di acquisire le informazioni necessarie a completare il quadro istruttorio finalizzato al rilascio dei provvedimenti.

L'azione della vigilanza è stata finalizzata al monitoraggio delle situazioni aziendali caratterizzate da problematiche nella *governance*, nell'assetto organizzativo e nei controlli, nonché all'approfondimento delle ragioni sottostanti alle situazioni di difficoltà (peggioramento della situazione finanziaria, impossibilità di attuazione dei progetti imprenditoriali) riguardanti i fondi chiusi immobiliari e di *private equity*.

Gli interventi realizzati sono stati orientati a sollecitare gli intermediari ad individuare le soluzioni appropriate per il superamento delle difficoltà operative e a richiedere le misure per l'adeguamento delle strutture interne necessarie a garantire che lo svolgimento dell'attività sia in linea con le disposizioni di vigilanza e con le migliori pratiche aziendali.

Gli interventi di tipo correttivo più "intensi" hanno riguardato soprattutto gli intermediari interessati da accertamenti ispettivi conclusi con giudizi sfavorevoli. In tali casi, oltre a sollecitare una decisa azione volta a rimuovere tutte le carenze emerse, è stato disposto per n. 6 SGR il provvedimento di divieto di istituire nuovi fondi comuni, ai sensi dell'art. 7, c. 2 del TUF. Tale provvedimento si è reso necessario in presenza di rilevanti carenze nella *governance* e nell'assetto organizzativo e dei controlli della SGR, tali anche da determinare significative situazioni di difficoltà finanziaria dei fondi gestiti e rilevanti rischi reputazionali e legali in capo agli intermediari. In quattro casi sono stati anche richiesti significativi interventi di rafforzamento patrimoniale.

Negli anni 2012-2014, la Banca d'Italia ha irrogato sanzioni amministrative a 17 SGR, prevalentemente a seguito di accertamenti ispettivi, per complessivi euro 3,5 mln.

---

[2] Ulteriori, più dettagliate, informazioni possono essere tratte dalla Relazione annuale sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia, reperibile nel sito web dell'Istituto al seguente link: http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-gestione/index.html

Sulla base della complessiva attività di controllo svolta dalla banca d'Italia, nel triennio in esame il MEF ha disposto lo scioglimento degli organi e la messa in aministrazione straordinaria di tre SGR; per cinque SGR è stato adottato il provvedimento di liquidazione coatta amministrativa.

4. Cosa fanno le SGR nella gestione del risparmio previdenziale: qualche dato su prodotti e servizi offerti

Le SGR attive nella gestione del risparmio previdenziale sono poco meno di 40 e operano in tre ambiti. In particolare (cfr. tavole allegate), gestiscono patrimoni relativi a:

1. fondi pensione aperti di propria istituzione;
2. mandati di gestione individuale ricevuti da fondi pensione aperti e negoziali e da altri enti previdenziali;
3. fondi comuni partecipati in varia misura da fondi pensione ed enti previdenziali.

Al 31 dicembre 2014, i fondi pensione aperti gestiti da SGR erano 9, con un patrimonio complessivo netto di oltre 5 miliardi di euro; per tre di essi, sono stati istituiti comparti, con un patrimonio netto di circa 700 milioni di euro, assistiti da garanzia di rimborso del capitale da parte della SGR.

Gli attivi dei fondi aperti sono investiti in prevalenza in titoli di debito (47 per cento del totale, di cui quasi il 28 per cento in titoli di stato). Gli investimenti azionari pesavano per quasi il 27 per cento.

Al 31 dicembre 2014, i patrimoni gestiti dalle SGR sulla base di mandati di gestione ricevuti da parte di enti previdenziali e fondi pensione negoziali erano pari a oltre 22 miliardi di euro. Anche in questo caso, gli attivi relativi a tali mandati sono investiti in prevalenza in titoli di debito (oltre 67 per cento, di cui il 29 in titoli di stato); è più contenuta, rispetto ai fondi pensione aperti, la componente azionaria (14 per cento).

Sempre al 31 dicembre 2014, gli enti previdenziali e i fondi pensione avevano investito poco più di 550 milioni di euro in quote di fondi comuni aperti di diritto italiano (lo 0,30% del totale del sistema), per l'83 per cento di tipo azionario.

Più consistenti risultavano gli investimenti in fondi italiani di private equity e immobiliari. Con riguardo ai primi erano detenute quote in 26 fondi, tutti riservati a investitori qualificati, per un patrimonio di circa 900 milioni di euro, pari al 10% del patrimonio di tutti i fondi di private equity.

Con riguardo ai fondi immobiliari, gli enti previdenziali e i fondi pensione avevano investito in 71 fondi, tutti riservati a investitori qualificati, per un patrimonio complessivo di quasi 10 miliardi di euro, pari a quasi il 26 per cento del patrimonio totale dei fondi immobiliari.

In 31 fondi (con un patrimonio di poco meno di 8 miliardi di euro) un unico ente o fondo pensione era l'unico quotista o aveva oltre l'80 per cento delle quote. Tali fondi

presentavano in media un grado di leva (totale attivo su patrimonio netto) pari a 1,18, nettamente inferiore alla media del sistema (1,86).

5. Problematiche di vigilanza rilevate con riferimento alla gestione di patrimoni di enti previdenziali e rapporti con Covip

Le SGR impegnate nella gestione del risparmio previdenziale sono in larga parte società di elevata dimensione e sono rappresentative di tutti i comparti del settore (gestioni mobiliari tradizionali, private equity e real estate). A esse si applica lo schema dei controlli esposto in precedenza.

Con riguardo ai controlli sul prodotto, è opportuno inoltre sottolineare che i controlli prudenziali sui fondi pensione aperti spettano alla Covip che li autorizza, mentre nel campo delle altre gestioni gli enti previdenziali, come detto, investono attraverso forme sottoposte a controlli prudenziali nulli (mandati di gestione individuale) o molto limitati (fondi riservati a investitori qualificati), nel presupposto che i rapporti contrattuali relativi assicurano agli investitori sufficienti tutele, che essi sono in grado di azionare in modo efficace.

Nessuna competenza è attribuita alla Banca d'Italia nei confronti degli enti previdenziali in quanto tali. In tutti i casi in cui, nel corso dell'attività di vigilanza sia "a distanza" che ispettiva sulle SGR, sono stati intercettati profili che possono costituire fattispecie di violazione della normativa da parte degli enti stessi, è stata fornita una tempestiva informativa alla Covip, con la quale si è sempre operato in stretto collegamento.

Nel settore della gestione mobiliare più tradizionale, passati momenti più duri della crisi del debito sovrano, non sono emersi in questi anni significativi problemi, anche grazie alle buone performance dei fondi e alla forte ripresa della raccolta, registrata specialmente negli ultimi due anni. Nel settore sono state realizzate a partire dal 2008 importanti operazioni di razionalizzazione e integrazione tra intermediari che hanno complessivamente rafforzato il sistema.

È stata costante l'attenzione della vigilanza sul rispetto delle norme prudenziali volte alla limitazione del rischio dei fondi retail ed è stata attirata l'attenzione delle SGR sulla necessità di dotarsi di adeguati sistemi di valutazione della qualità creditizia dei titoli obbligazionari nei portafogli dei fondi, sollecitando gli intermediari a evitare il meccanico affidamento ai rating esterni emessi dalle agenzie. Su quest'ultimo punto le iniziative sono state coordinate con le altre autorità di settore, Consob, IVASS e Covip; quest'ultima competente anche per la vigilanza sui fondi pensione aperti gestiti dalle SGR.

Pur nel quadro di una sostanziale correttezza di comportamenti da parte della larghissima maggioranza degli operatori, l'attività di vigilanza, soprattutto ispettiva, ha fatto emergere anche episodi di gravi violazione delle norme, uno dei quali ha riguardato una SGR il cui core business era la gestione delle risorse finanziarie di un ente previdenziale; la SGR è stata posta in amministrazione straordinaria e la vicenda è oggetto di indagine da parte della magistratura.

Un'attenzione rilevante è stata dedicata in questi anni al settore dei fondi immobiliari, nel quale hanno assunto un peso significativo come investitori gli enti previdenziali.

Il settore dei fondi comuni d'investimento immobiliare ha conosciuto, a partire dal 2003, uno sviluppo accelerato in termini di fondi, masse in gestione e numero di operatori, spinto dalla fase di crescita del mercato immobiliare, dalle preferenze dei risparmiatori e, soprattutto, da un trattamento fiscale assai favorevole.

La rilevanza del fattore fiscale ha fatto sì che i fondi immobiliari riservati e speculativi sono stati non di rado utilizzati impropriamente per costituire veicoli per la gestione di patrimoni o progetti di sviluppo immobiliare, mediante il conferimento di beni immobili da parte dei promotori dell'iniziativa, spesso rappresentati da un unico operatore del settore immobiliare o da un gruppo ristretto di soci tra loro collegati.

Il modello è andato in crisi con il sopraggiungere della congiuntura negativa a partire dal 2008, che ha manifestato effetti significativi anche sull'industria dei fondi comuni di investimento immobiliare, determinando situazioni di tensione finanziaria di diversi fondi, causate dalle difficoltà di raccolta di nuove sottoscrizioni, dall'incerta solvibilità di alcuni quotisti, dal restringimento del supporto creditizio delle banche finanziatrici, dal rallentamento nel completamento delle iniziative di sviluppo immobiliare oggetto del portafoglio di molti fondi. Ciò ha riguardato esclusivamente oicr riservati e speculativi, caratterizzati da livelli di rischiosità più elevati rispetto ai fondi *retail.*

L'attività di supervisione a distanza ha intensificato il confronto con gli intermediari per il monitoraggio delle situazioni aziendali e la richiesta di interventi correttivi nei casi di deterioramento. Ha assunto particolare rilievo l'attività ispettiva: le ispezioni avviate a partire dal 2008 hanno interessato intermediari che hanno in portafoglio attivi pari, a oggi, a oltre il 90 per cento del totale delle attività dei fondi immobiliari

L'azione di vigilanza ha evidenziato, nelle situazioni più problematiche, una forte esposizione degli intermediari del comparto ai rischi di natura strategica, operativa e reputazionale. Gli approfondimenti svolti hanno messo in evidenza carenze nei sistemi di governo societario, negli assetti interni, nel sistema dei controlli, nella compliance e nel presidio dei livelli di servizio esternalizzati.

Nei casi di maggiore gravità, che hanno riguardato negli ultimi cinque anni sette SGR attive nel comparto dei fondi immobiliari. sono stati assunti provvedimenti di restrizione dell'operatività aziendale ai sensi dell'art. 7, comma 2 del TUF, mediante il divieto all'istituzione e all'avvio di nuovi fondi.

Dopo le modifiche normative del 2010 e del 2011 sulla tassazione dei fondi, che hanno contribuito a circoscrivere il peso della variabile fiscale nella crescita del comparto[3], l'industria dei fondi immobiliari ha conosciuto una rilevante trasformazione e hanno assunto

[3] Nella nuova disciplina, le agevolazioni sono rimaste invariate per i fondi partecipati dal pubblico retail e da soggetti espressamente individuati, per lo più in ragione della natura di investitore istituzionale (tra di essi ricadono anche tutti gli enti previdenziali), mentre sono venute meno per i soggetti diversi in possesso di quote del fondo superiori alla soglia del 5%. Per questi ultimi, i proventi del fondo sono imputati direttamente ("per trasparenza") ai redditi dei soggetti medesimi. È stata riconosciuta la possibilità di deliberare la liquidazione anticipata dei fondi entro la fine del 2011, da concludersi in cinque anni. Il termine consentiva l'applicazione di un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e sull'IRAP. I fondi immobiliari riservati a investitori qualificati e speculativi posti in liquidazione (in relazione ai quali si poneva un problema di "convenienza fiscale") sono stati 58.

un peso predominante gli investitori istituzionali: come abbiamo visto, fondi pensione ed enti previdenziali detengono oltre il 25 per cento delle quote dei fondi immobiliari.

In tale prospettiva, al fine di assicurare che lo sviluppo del settore poggi su basi solide, è importante che la governance dei fondi e i rapporti tra la SGR e i partecipanti siano impostati in modo corretto.

Se, da un lato, la richiesta degli enti di ottenere, tramite lo strumento dei pareri del comitato consultivo del fondo, poteri, anche incisivi, di controllo sulle operazioni di investimento appare coerente con la natura riservata dei fondi in parola, che presuppone la capacità dell'investitore di esercitare un efficace controllo sulla gestione, dall'altro occorre evitare prassi che di fatto tendano ad attribuire alla SGR un ruolo fondamentalmente esecutivo, che non appare in linea con il ricorso allo strumento del fondo comune, che risponde all'obiettivo di assicurare una gestione più professionale degli investimenti immobiliari rispetto a quella realizzabile in proprio dagli enti stessi.

Allegato

Tavola 1

PRODOTTI PREVIDENZIALI GESTITI DA SGR

RIPARTIZIONE PER CLASSI DI ATTIVO	FONDI PENSIONE APERTI	%	FONDI CHIUSI NEGOZIALI	%
TITOLI DELLO STATO ITALIANO	1.457.264.527	*27,7%*	6.462.759.343	*29,2%*
TITOLI DI CAPITALE	1.399.991.538	*26,6%*	3.177.852.830	*14,3%*
TITOLI DI DEBITO	1.006.316.161	*19,1%*	8.461.203.981	*38,2%*
LIQUIDITA'	275.708.432	*5,2%*	353.986.554	*1,6%*
PARTI DI OICR	1.038.541.634	*19,7%*	2.361.923.341	*10,7%*
NON CLASSIFICATO	*85.217.225*	*1,6%*	*1.330.191.705*	*6,0%*
TOTALE	**5.263.039.517**		**22.147.917.754**	

Tavola 2

INVESTIMENTI DI FONDI PENSIONE ED ENTI PREVIDENZIALI NEI FONDI ITALIANI

RIPARTIZIONE PER TIPO INVESTITORE	FONDI APERTI	FONDI P. EQUITY	FONDI IMMOBILIARI
FONDI PENSIONE	438.971.377	92.460.433	553.767.038
ALTRI FONDI PREVIDENZ.	55.786.759	620.018.703	654.492.579
FONDI PENSIONE UE		46.037.053	
ENTI DI PREV. E ASS. SOC.	60.499.868	118.205.024	8.491.510.443
TOTALE INV. PREVID.	**555.258.004**	**876.721.213**	**9.699.770.060**
% INVESTIMENTI PREVID. SU TOTALE NAV	*0,3%*	*9,8%*	25,8%
TOTALE NAV GESTITO	**203.737.016.688**	**8.980.908.224**	**37.608.736.218**
# FONDI INTERESSATI DA INVESTIMENTI PREVIDENZIALI	*40*	*26*	*71*
# TOTALE DEI FONDI	*930*	*167*	*401*

Fonte: segnalazioni di vigilanza

Grafica e stampa a cura
della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia