



COMMISSIONE  
EUROPEA

Bruxelles, 26.6.2013  
SWD(2013) 231 final

**DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE**

**SINTESI DELLA VALUTAZIONE D'IMPATTO**

*che accompagna il documento*

**Proposta di  
REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO  
relativo ai**

**fondi di investimento europei a lungo termine**

{ COM(2013) 462 final }

{ SWD(2013) 230 final }

## **1. INTRODUZIONE**

La crisi ha richiamato l'attenzione sul problema che gli investitori tendono a concentrarsi sui vantaggi economici a breve termine e che questa tendenza va a detrimento dello scopo fondamentale dei mercati dei capitali, ovvero finanziare la crescita dell'economia reale.

È necessario incoraggiare gli investitori ad assumere impegni a più lungo termine, in attività quali progetti infrastrutturali, mettendo a disposizione capitale cosiddetto "paziente", piuttosto che inseguire guadagni a breve termine. Questo tipo di investimento a più lungo termine potrebbe precludere il rimborso per un certo numero di anni, ma è in grado di fornire rendimenti stabili e prevedibili. Si tratta inoltre di un investimento vantaggioso per l'economia reale in quanto finanzia imprese e crea posti di lavoro.

Gli investitori con passività a lungo termine, quali fondi pensione e imprese di assicurazione, possono trovare interessanti gli investimenti a lungo termine. Manca però la disponibilità immediata di meccanismi di raccolta, quali fondi che operino nel settore dell'investimento a lungo termine secondo modalità che tengano conto della dimensione, della scala e della durata dell'impegno che tale investimento richiede. Questa situazione ostacola altresì gli investitori più piccoli, come le PMI e i privati con ampie disponibilità patrimoniali (HNWI), nonché gli investitori al dettaglio.

La presente valutazione d'impatto analizza se la creazione di un quadro transfrontaliero per gli investimenti a lungo termine, i cosiddetti fondi di investimento a lungo termine (fondi LTI), possa stimolare la domanda di questo tipo di attività da parte degli investitori istituzionali e/o al dettaglio. Questo lavoro va ad integrare il Libro verde della Commissione sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea.

## **2. DEFINIZIONE DEL PROBLEMA**

### **Cause del problema**

Gli investimenti a lungo termine nei progetti infrastrutturali, nel finanziamento delle PMI e in attività analoghe possono aver luogo tramite una varietà di strumenti finanziari, per esempio la partecipazione azionaria e il prestito. Questi strumenti hanno spesso in comune la caratteristica di essere illiquidi e non trasferibili, con un mercato secondario limitato o inesistente. Gli investimenti in questo tipo di attività possono richiedere grandi impegni immediati di capitale, che possono scoraggiare anche i grandi investitori istituzionali dall'agire soli vista l'entità del finanziamento necessario. A differenza del mercato delle attività liquide e trasferibili, quali i titoli, non esiste alcun quadro standardizzato per tali investimenti. Alcuni Stati membri dispongono di meccanismi nazionali, in forma di veicoli di investimento riconosciuti, altri no. Questa frammentazione impedisce lo sviluppo di un mercato unico per gli investitori che desiderano investire in attività a lungo termine, che spesso offrono rendimenti prevedibili ma sono illiquide per natura.

Investire in attività a lungo termine, attraverso strumenti finanziari o attività reali, comporta notevoli rischi quando tali investimenti non sono gestiti adeguatamente. Il primo rischio è che gli investitori siano indotti in errore quanto alla natura e ai rischi

delle attività in cui investono a causa della mancanza di un approccio armonizzato in merito a tali attività. Sussiste incertezza sull'identità delle attività a lungo termine, sul loro profilo di rischio e di rendimento e sui periodi di detenzione raccomandati. Il secondo rischio è connesso alle caratteristiche delle attività, vale a dire alla loro illiquidità intrinseca. Il terzo rischio è legato al fatto che i fondi che consentono di accedere a tali attività potrebbero non disporre delle competenze necessarie per selezionare e controllare le attività e adattare il profilo di rendimento del fondo alle esigenze dei potenziali clienti. Per questi motivi, non sempre i fondi LTI hanno dato i risultati programmati e gli investitori hanno ricevuto talora promesse di rendimento fuorvianti.

## **I problemi**

Non esiste di conseguenza uno standard transfrontaliero comune e comparabile per stabilire che cosa si intenda per attività o investimenti a lungo termine, per chi siano adeguati e come funzionino, a differenza di quanto accade per il mercato transfrontaliero delle attività liquide, il quale beneficia invece della standardizzazione delle regole di prodotto derivante dalla direttiva sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM). Il patrimonio gestito dai fondi OICVM dell'UE ammonta a 6 350 miliardi di euro.

Questi fattori hanno portato alla frammentazione del mercato dei veicoli di investimento a lungo termine dell'UE, scoraggiando gli investitori dall'accostarsi a tale mercato, poiché, a differenza di quanto avviene per gli OICVM, non vi è alcuna struttura di prodotto comune, riconoscibile e regolamentata su cui fare affidamento. La direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (direttiva sui GEFIA) creerà a breve un passaporto UE per i gestori che intendano offrire fondi non OICVM a livello transfrontaliero. Ma la direttiva sui GEFIA si applica ai gestori, non ai fondi che essi offrono, e di conseguenza non crea regole di prodotto o definizioni per le diverse categorie di attività. È pertanto improbabile che essa possa risolvere il problema individuato. I piccoli investitori affrontano ostacoli persino maggiori, poiché la direttiva sui GEFIA non crea per i gestori un passaporto per l'offerta di fondi di investimento al dettaglio transfrontalieri, ragion per cui gli approcci nazionali continueranno a divergere.

Ciò ha portato ad una serie di effetti indesiderati. I costi per i gestori restano più elevati poiché gli investimenti transfrontalieri impongono loro di affrontare in diversi Stati membri una serie di questioni giuridiche e inerenti al prodotto. I fondi sono più piccoli di quanto potrebbero essere e, quindi, l'impatto dei costi sui rendimenti degli investimenti è in proporzione più elevato. Gli investitori al dettaglio non sono in grado di accedere ai fondi di altri Stati membri che conoscono e nei quali hanno fiducia. I costi restano elevati e la scelta dei fondi è limitata. Ne consegue che altri piccoli investitori ed investitori al dettaglio non sono in grado di godere delle opportunità di diversificazione che sarebbero altrimenti offerte dall'accesso agli investimenti a lungo termine.

Anche l'economia reale è penalizzata, in quanto, scarseggiando i modi di finanziamento alternativi della crescita a lungo termine, le imprese debbono continuare a fare affidamento principalmente sul finanziamento bancario, il quale privilegia ora gli impegni a breve termine. Questa situazione limita la quantità di capitale di investitori sia istituzionali che al dettaglio al quale le imprese hanno accesso e quindi costituisce un freno alla loro capacità di investire a lungo termine e creare crescita e occupazione per l'economia.

### 3. ANALISI DELLA SUSSIDIARIETÀ

I gestori dei fondi, gli investimenti e gli investitori sono domiciliati in tutta l'Unione. Essendo il settore della gestione delle attività essenzialmente di natura transfrontaliera, l'attuale frammentazione del mercato degli LTI ha portato questo settore ad operare al di sotto di un livello rispondente a criteri di efficienza. Gli approcci regolamentari nazionali in materia sono tuttavia intrinsecamente limitati allo Stato membro in questione. Regolamentare il profilo degli LTI a livello nazionale ha portato ad una situazione in cui si sono sviluppati in modo indipendente molti regimi diversi. L'adozione di provvedimenti nazionali ha ostacolato l'emergere di un mercato interno a livello di Unione per coloro che offrono fondi LTI ai loro investitori.

La creazione di un meccanismo transfrontaliero stabile che incentivi gli LTI è pertanto auspicabile e potrebbe contribuire a stimolare la ripresa economica. La lunga esperienza fatta con gli OICVM fa pensare che regole di prodotto e obblighi a livello UE possano essere uno strumento molto efficace per stimolare gli investimenti nelle attività pertinenti.

È pertanto necessaria un'azione a livello europeo per creare un mercato unico per i fondi di investimento a lungo termine.

### 4. OBIETTIVI

Gli obiettivi generali sono: 1) aumentare i mezzi per il finanziamento a lungo termine di tutti i settori dell'economia e 2) migliorare la coerenza del mercato unico. A tal fine occorre raggiungere i seguenti tre obiettivi specifici: 1) agevolare la realizzazione di economie di scala per i gestori di fondi LTI, 2) migliorare la scelta e la tutela degli investitori interessati e 3) incrementare i flussi di investimento verso attività a lungo termine.

Occorre a tal fine realizzare due obiettivi operativi: 1) eliminare gli ostacoli alla creazione di un mercato unico per i fondi che investono in attività a lungo termine ampliando la base di investitori e 2) ridurre le possibilità di vendita abusiva di fondi LTI.

### 5. OPZIONI STRATEGICHE

Per raggiungere i due obiettivi operativi, la valutazione d'impatto presenta sette opzioni strategiche riguardanti sia le regole di prodotto che i diversi tipi di investitori, che spaziano dall'inazione alla creazione di regole di prodotto per fondi LTI transfrontalieri accessibili ad investitori sia istituzionali che al dettaglio. Ciascuna opzione è rilevante per entrambi gli obiettivi operativi.

Opzione 1	Nessuna azione
Opzione 2	Sviluppare un'etichetta "soft" ma non un passaporto
Opzione 3	Consentire agli OICVM, che hanno già un passaporto, di assumere esposizioni in attività a lungo termine

Opzione 4	Creare un nuovo fondo (fondo LTI) con una serie distinta di regole di portafoglio relative alle categorie di attività a lungo termine ammissibili. Questo nuovo fondo LTI sarebbe aperto soltanto agli investitori istituzionali
Opzione 5	Identica all'opzione 4, ma il fondo sarebbe aperto anche ad investitori privati con ampie disponibilità patrimoniali (HNWI).
Opzione 6	Aprire i fondi LTI a tutti gli investitori, compresi gli investitori al dettaglio. Questo comporterebbe obblighi più rigorosi in materia di tutela degli investitori. Per tenere conto del carattere a lungo termine delle attività, non vi sarebbero diritti di rimborso.
Opzione 7	Identica all'opzione 6, compresi però diritti di rimborso dopo un'iniziale permanenza obbligatoria, ad esempio di tre anni.

## 6. VALUTAZIONE DELL'IMPATTO DELLE OPZIONI

L'opzione 1 (nessuna azione) non è accettabile in quanto non prevede alcuna misura per affrontare i problemi individuati.

L'opzione 2 comporterebbe misure non legislative volte a promuovere la convergenza dei fondi che investono in attività a lungo termine o si commercializzano come fondi di investimento a lungo termine. Molto probabilmente ciò implicherebbe la creazione di un'etichetta e un codice volontari per il prodotto. Pur avendo il pregio di essere a basso costo per i gestori, quest'opzione sarebbe praticabile soltanto se gli Stati membri accettassero di modificare le disposizioni nazionali per sostenerla, per cui è improbabile che risolva il problema della frammentazione.

L'opzione 3 consentirebbe ad un OICVM di detenere una quantità limitata di attività illiquide e non trasferibili. Ciò consentirebbe agli investitori al dettaglio di accedere ad attività a lungo termine e fornirebbe un passaporto ai fondi che investono almeno parzialmente in attività a lungo termine. Tuttavia, infrangerebbe il principio fondamentale degli OICVM, ossia che gli investitori possono ottenere il rimborso degli investimenti in qualsiasi momento, principio che ha consentito di guadagnare la fiducia degli investitori. Eventuali modifiche di questo principio rischiano di compromettere il successo degli OICVM e creare confusione sui tipi di attività in cui essi possono investire e sui rischi che queste comportano. Anche un certo numero di gestori di attività ha manifestato opposizione a tale cambiamento per timore che possa compromettere il successo degli OICVM.

L'opzione 4 creerebbe un prodotto LTI riconoscibile, che può essere venduto agli investitori istituzionali in tutta l'UE tramite un passaporto. Le norme verrebbero modellate su quelle previste dalla direttiva OICVM in relazione, per esempio, all'ammissibilità delle attività, ma si applicherebbero ad attività che sono per natura illiquide e a lungo termine. Quest'approccio non darebbe una risposta al problema degli investitori più piccoli e al dettaglio, che continueranno a non poter accedere a tali investimenti e quindi a non poter diversificare i loro portafogli né contribuire ad accrescere la massa di capitale disponibile.

L'opzione 5 permetterebbe di accedere a tali fondi ai privati con ampie disponibilità patrimoniali (HNWI), i quali sono ritenuti in grado di accettare livelli di rischio di investimento maggiori. Altrimenti è identica all'opzione 4. Pur ampliando la massa di capitale disponibile e offrendo possibilità di diversificazione ad un numero più elevato di investitori, non modifica il fatto che gli investitori al dettaglio sono esclusi dai potenziali benefici che l'investimento in tali fondi può comportare.

L'opzione 6 consentirebbe ai fondi definiti nell'opzione 4 che non permettono rimborsi di essere commercializzati presso gli investitori al dettaglio in tutta l'UE tramite un passaporto. Ciò consentirebbe di accedere a tali fondi alla più ampia gamma possibile di investitori in modo da ottimizzare la massa potenziale di capitale disponibile per realizzare tali investimenti. Per garantire gli standard di tutela indispensabili agli investitori al dettaglio, il fondo sarebbe soggetto a regole di prodotto il cui scopo è assicurare una sufficiente diversificazione, la risoluzione dei conflitti di interessi, l'aumento della trasparenza sui costi e la limitazione dell'uso della leva finanziaria. Questo implica inevitabilmente alcuni costi aggiuntivi. L'introduzione di regole di prodotto notevolmente migliorate e armonizzate può ridurre i rischi di vendita abusiva, a tutto vantaggio degli investitori sia istituzionali che al dettaglio e della loro fiducia nelle attività a lungo termine. Il fatto che il fondo sia chiuso presenta il vantaggio di consentire investimenti in tutti i tipi di attività a lungo termine, perché questa struttura è più adatta al profilo di illiquidità di tali attività. Questa soluzione ha il merito di essere trasparente per quanto riguarda l'impegno di lungo periodo richiesto dall'investimento in tali attività.

L'opzione 7 equivale all'opzione 6, salvo che permette diritti di rimborso anticipato. Il rimborso sarebbe possibile dopo un determinato periodo, ad esempio tre anni, allo scadere del quale gli investitori potrebbero accedere al loro denaro su base periodica. Questo metodo riduce il rischio per gli investitori al dettaglio di restare bloccati nel fondo contro il loro interesse, pur non eliminandolo del tutto data la natura illiquida delle attività a lungo termine. In questo caso i fondi dovrebbero inoltre mantenere una riserva di liquidità per essere sempre in grado di soddisfare le richieste di rimborso. Questo obbligo ridurrebbe la proporzione di attività a lungo termine illiquide detenute nel fondo, diminuendo così i vantaggi di diversificazione del portafoglio offerti agli investitori e la quantità di denaro disponibile per gli investimenti in attività a lungo termine.

### **Opzione prescelta**

Su questa base, dall'esame delle opzioni da 1 a 7 risulta che l'opzione 6 offre la massima efficacia ed efficienza creando una definizione comune e riducendo gli ostacoli allo sviluppo di un mercato unico fiorente dei fondi LTI. Includendo gli investitori al dettaglio, questa opzione consentirà di attingere a nuove fonti di capitale e avrà più possibilità di porre fine alla frammentazione dei mercati nazionali. Inoltre, permettendo ai gestori di commercializzare fondi LTI senza diritti di rimborso, consentirà un'accettazione più rapida e potenzialmente più diffusa rispetto all'opzione 7, meno flessibile. Questa opzione rispecchia i modelli esistenti attualmente nei paesi che consentono agli investitori al dettaglio di accedere a questi investimenti.

## **7. MONITORAGGIO E VALUTAZIONE**

La valutazione di qualsiasi iniziativa legislativa è una priorità per la Commissione. Nel caso della presente proposta di regolamento il monitoraggio si riferirebbe alla crescita o meno di un mercato dei fondi di investimento a lungo termine a livello di UE. Qualora

tale mercato non riuscisse a svilupparsi dopo un periodo di tempo ragionevole, sarebbe necessaria un'ulteriore valutazione per stabilire se non occorra piuttosto modificare la regolamentazione.