



COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE

Bruxelles, 12.7.2005
COM(2005) 314 definitivo

LIBRO VERDE

**SUL RAFFORZAMENTO DEL QUADRO NORMATIVO RELATIVO AI FONDI
D'INVESTIMENTO NELL'UE**

[SEC(2005) 947]

(presentata dalla Commissione)

LIBRO VERDE

SUL RAFFORZAMENTO DEL QUADRO NORMATIVO RELATIVO AI FONDI D'INVESTIMENTO NELL'UE

Introduzione

I fondi d'investimento mobilitano il risparmio delle famiglie e lo incanalano verso investimenti produttivi. Nell'arco di un decennio, essi hanno assunto un ruolo di primo piano nei mercati finanziari europei: i fondi europei gestiscono attualmente un volume di attivi superiore a 5 trilioni di EUR. Il presente Libro verde valuta l'impatto della legislazione europea che è stata emanata per promuovere lo sviluppo del tipo di fondo d'investimento più comune sul mercato europeo: gli OICVM. A questi ultimi fanno capo oltre il 70% degli attivi gestiti dal settore dei fondi.

Che cosa sono gli OICVM?

Gli OICVM (organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari) sono portafogli d'investimento collettivo costituiti appositamente al fine esclusivo di investire gli attivi raccolti dagli investitori. In applicazione della direttiva 85/611/CEE (in seguito direttiva "OICVM"¹), la politica d'investimento e il gestore dell'OICVM vengono autorizzati solo se rispettano requisiti specifici. La legislazione che disciplina gli OICVM mira ad assicurare un determinato livello di protezione degli investitori tramite limiti rigorosi agli investimenti, requisiti in materia di capitale e di informativa, nonché l'affidamento di funzioni di custodia degli attivi e di sorveglianza sui fondi ad un depositario indipendente. Gli OICVM autorizzati in uno Stato membro possono avvalersi del cosiddetto "passaporto", che li autorizza, previa notifica, ad offrire le loro quote ad investitori al dettaglio in qualsiasi altro Stato membro dell'UE.

Le parti interessate sono per lo più dell'avviso che la normativa riguardante gli OICVM potrebbe funzionare meglio e che non consenta al settore di esprimere pienamente il proprio potenziale a livello paneuropeo. Tale normativa non presenta neppure la flessibilità necessaria per affrontare le sfide che derivano dalla rapida evoluzione dei mercati finanziari. Tuttavia, in questa fase non vi è la necessità imperativa di una revisione legislativa radicale; è invece più opportuno esaurire tutte le possibilità offerte dal quadro legislativo attuale. Il presente Libro verde esamina pertanto le possibilità esistenti per dare un impulso adeguato allo sviluppo del settore dei fondi a breve e medio termine, utilizzando come base la legislazione in vigore, assicurando nel contempo l'alto livello di protezione degli investitori che è indispensabile. La tabella allegata riassume le misure attualmente previste. Il fatto che nei prossimi due anni sarà data priorità a queste iniziative non deve tuttavia escludere una riflessione su misure più ambiziose eventualmente necessarie per garantire il buon funzionamento del settore europeo dei fondi ed un'elevata protezione degli investitori.

¹ Direttiva 85/611/CEE (in seguito "direttiva OICVM") del 20 dicembre 1985 (GU L 375 del 31.12.1985, pag. 3), modificata in particolare dalle direttive 2001/107/CE (in seguito "direttiva sulle società di gestione degli OICVM") del 21 gennaio 2002 (GU L 41 del 13.2.2002, pag. 20) e 2001/108/CE (in seguito "direttiva sugli investimenti degli OICVM") del 21 gennaio 2002 (GU L 41 del 13.2.2002, pag. 35), indicate collettivamente nel testo come OICVM III.

Le sfide di carattere socio-economico cui si deve far fronte fanno sì che i tempi per una verifica siano maturi. Il quadro normativo dell'UE deve dare al settore dei fondi la capacità di sviluppare investimenti collettivi solidi e ben gestiti in modo da offrire ai singoli investitori i rendimenti massimi compatibili con la loro capacità finanziaria e la loro propensione al rischio, fornendo loro tutte le informazioni necessarie per valutare i rischi ed i costi. L'esistenza in Europa di mercati integrati ed efficaci per i fondi d'investimento è di importanza strategica: questi fondi possono infatti contribuire in modo significativo al finanziamento appropriato della pensione, incanalano i risparmi verso investimenti produttivi e possono contribuire ad assicurare un governo societario solido.

L'analisi esposta nel presente documento si basa sulla relazione del gruppo di esperti sulla gestione degli attivi (*asset management expert group*) pubblicata nel maggio 2004 e sulle successive discussioni con gli Stati membri, con i membri del CESR e con i partecipanti al mercato. Le consultazioni e l'analisi dettagliata del funzionamento della legislazione sugli OICVM realizzata dai servizi della Commissione² hanno messo in evidenza una serie di questioni che, secondo il parere della Commissione, meritano di essere oggetto di un ampio dibattito pubblico. Il presente Libro verde rappresenta il primo contributo della Commissione a questo dibattito.

1. VALUTAZIONE GENERALE

La direttiva OICVM ha costituito il primo passo importante verso la costituzione di mercati integrati e competitivi per i fondi d'investimento in Europa. 28 830 OICVM gestiscono attualmente attivi per 4 trilioni di EUR. Gli OICVM sono ampiamente presenti sui mercati anche al di fuori dell'UE.

L'utilizzo del sistema del passaporto da parte degli OICVM è più che raddoppiato negli ultimi cinque anni. Il 16% degli OICVM sono costituiti da veri e propri fondi transfrontalieri, che attirano una quota sempre più elevata di investitori. Tuttavia, questi OICVM transfrontalieri iniziano solo ora ad imporsi come operatori di rilievo nei mercati dei paesi ospitanti.

Dal punto di vista dell'efficacia globale dei mercati, le potenzialità del settore non sono ancora state pienamente sfruttate e il mercato continua ad essere dominato da fondi di dimensioni subottimali. Il fondo medio europeo è cinque volte più piccolo del fondo medio americano, per cui il settore non può beneficiare appieno delle economie di scala e si riducono i rendimenti netti degli investitori finali.

Dal punto di vista della protezione degli investitori, occorre osservare che a tutt'oggi non si sono verificati scandali finanziari di proporzioni consistenti in cui fossero coinvolti OICVM. La direttiva OICVM ha fornito una base solida per lo sviluppo di un settore ben regolamentato. Le tendenze recenti del settore stanno tuttavia modificando gradualmente il profilo dei rischi. L'esternalizzazione delle funzioni operative o l'evoluzione verso un'architettura aperta rischiano di comportare un aggravamento del rischio operativo o dei conflitti di interessi. Nuovi tipi di fondo, basati su strategie d'investimento più sofisticate, possono presentare caratteristiche che non sono di facile comprensione per gli investitori al dettaglio. Le potenziali implicazioni delle strategie d'investimento alternative per la protezione degli investitori e la stabilità finanziaria continuano ad essere poco chiare. Inoltre i

² Pubblicato come documento di lavoro dei servizi della Commissione.

prodotti sostitutivi, come ad esempio i prodotti o i certificati “unit-linked”, sono in concorrenza con gli OICVM nella raccolta dei risparmi a lungo termine, pur non essendo necessariamente soggetti ad obblighi equivalenti in materia di comunicazione e trasparenza.

Il Libro verde esamina in che misura la regolamentazione sugli OICVM consegua i propri obiettivi in questo contesto in piena evoluzione.

2. SFRUTTARE TUTTO IL POTENZIALE DELLA LEGISLAZIONE IN VIGORE

2.1. Azioni prioritarie

Nel gennaio 2002 diversi aspetti chiave dell’iniziale direttiva OICVM sono stati modificati. La direttiva sugli investimenti degli OICVM ha arricchito la gamma degli attivi nei quali gli OICVM possono investire. La direttiva sulle società di gestione degli OICVM ha rafforzato i requisiti in materia di capitale e di organizzazione applicati alle società di gestione. Inoltre le ha autorizzate ad avvalersi del sistema del passaporto per taluni servizi e ha introdotto un nuovo documento d’informazione, il prospetto semplificato. Dall’entrata in vigore di queste direttive, nel febbraio 2004, sono emerse divergenze tra gli Stati membri sul modo in cui alcune delle disposizioni modificate dovevano essere interpretate ed applicate. I fondi continuano ad incontrare difficoltà nell’uso del sistema del passaporto.

Negli ultimi mesi, la priorità assoluta è stata quella di consolidare il sistema del passaporto per gli OICVM e di fornire orientamenti più dettagliati sui presidi di protezione degli investitori. Su questi punti il contributo del gruppo di esperti sulla gestione degli investimenti (*Investment Management Expert Group*) del CESR è stato determinante. La cooperazione e l’impegno delle autorità di vigilanza nazionali nel quadro del CESR³ sono pertanto essenziali per la ricerca di soluzioni pragmatiche ai problemi di attuazione.

Questo lavoro continuerà e si concentrerà sugli aspetti seguenti:

1. Eliminare le incertezze per quanto riguarda il riconoscimento dei fondi creati durante la transizione dalla UCITS I alla UCITS III. Gli orientamenti del CESR hanno contribuito a dissipare le incertezze relative al trattamento dei fondi che beneficiano di una clausola di mantenimento dei diritti acquisiti (“*grandfathered funds*”). È pertanto essenziale che questi orientamenti siano applicati fedelmente, in modo da garantire il funzionamento regolare del sistema del passaporto.
2. Semplificare la procedura di notifica dei fondi che chiedono di avvalersi del passaporto: il contenuto, la complessità e la lunghezza della fase di notifica variano notevolmente da uno Stato membro all’altro. È quindi necessario razionalizzare le procedure e prevedere la messa in atto di meccanismi di risoluzione dei problemi nel quadro attuale di ripartizione delle responsabilità. A tal fine è altresì indispensabile migliorare la cooperazione amministrativa tra paesi per evitare che sia contestata l’autorizzazione dello Stato membro d’origine. Il CESR ha già iniziato lavori al fine di rafforzare la convergenza tra le autorità di regolamentazione in questo settore.
3. Promuovere l’applicazione delle raccomandazioni della Commissione sull’utilizzo degli strumenti derivati e sul prospetto semplificato, che mirano in particolare a

³ Cfr. decisione della Commissione 2001/527/CE del 6 giugno 2001 (GU L 191 del 13.7.2001, pag. 43).

migliorare i criteri di gestione dei rischi e la trasparenza sulle commissioni. Da un'analisi preliminare basata su una verifica effettuata dal CESR risulta che, salvo alcune rare eccezioni, le autorità degli Stati membri hanno già iniziato ad adottare misure per applicare questi orientamenti. Tenuto conto dell'importanza di questi punti, la Commissione si adopererà per favorire ulteriori progressi in alcuni settori determinanti, come l'informazione sulle spese e le commissioni.

4. Chiarire la definizione degli attivi che possono essere acquistati dagli OICVM. Una delle norme di base della legislazione sugli OICVM impone ai fondi di investire soprattutto in strumenti finanziari liquidi. La OICVM III lascia un margine d'interpretazione sulla questione se alcune categorie di strumenti finanziari possano o no essere acquistate dagli OICVM. Chiarimenti giuridicamente vincolanti sugli attivi ammissibili saranno forniti dalla Commissione all'inizio del 2006, in applicazione dell'articolo 53bis della direttiva.

Q1: Le iniziative suindicate apporteranno una certezza giuridica sufficiente nell'applicazione della direttiva?

Q2: Vi sono altri problemi riguardanti l'applicazione quotidiana della direttiva che devono essere affrontati in modo prioritario?

2.2. Utilizzare meglio il quadro normativo attuale

È possibile sviluppare ulteriormente il quadro normativo comunitario esistente per renderlo atto a fronteggiare alcune delle principali sfide strutturali incombenti sul settore dei fondi dell'UE, chiamato in particolare a rafforzare la propria competitività e a rispondere all'evoluzione della domanda degli investitori? Sono stati identificati due settori nei quali potrebbero essere intrapresi altri lavori partendo dalla base del quadro normativo esistente.

2.2.1. Il passaporto per le società di gestione

Alcuni segmenti del settore ritengono che la possibilità per i gestori di fondi di costituire e gestire OICVM domiciliati in altri Stati membri apra la via a progressi in materia di efficienza e di specializzazione a livello della gestione dei portafogli e dell'amministrazione dei fondi. Questa possibilità era invocata dalla direttiva sulle società di gestione per gli OICVM dotati di personalità giuridica. Tuttavia, a causa di formulazioni della direttiva percepite come ambigue e dell'incompletezza della direttiva stessa, in pratica queste opportunità non si sono concretizzate. In particolare è stata espressa la preoccupazione che il fatto che la vigilanza sul fondo e la vigilanza sul suo gestore facciano capo a due paesi diversi possa compromettere l'efficacia dei controlli del rischio e indebolire la protezione degli investitori. Prima di qualsiasi nuova iniziativa in questo settore, la Commissione desidera pertanto procedere ad un esame più approfondito per appurare in quale misura il sistema del passaporto possa aprire possibilità commerciali rilevanti per le società di gestione e per identificare meglio i rischi prudenziali che presenterebbe tale evoluzione. Sulla base delle risposte al presente Libro verde, la Commissione indicherà nella relazione che pubblicherà all'inizio del 2006 se e in che modo conferire efficacia al sistema del passaporto per le società di gestione.

Q3: Il fatto che le società di gestione possano avvalersi in modo efficace del sistema del passaporto apporterebbe importanti vantaggi supplementari sul piano economico, rispetto alle soluzioni degli accordi di delega? Indicate per cortesia la fonte e l'entità probabile dei vantaggi previsti.

Q4: La suddivisione tra due Stati membri diversi della responsabilità di vigilanza sulla società di gestione e sul fondo determinerebbe un aumento del rischio operativo o dei problemi di vigilanza? Descrivete per cortesia le fonti di problemi e le misure che occorrerebbe adottare per contenere efficacemente questi rischi.

2.2.2. *Distribuzione, vendita e promozione delle quote di fondi*

Un secondo settore nel quale potrebbero essere utili chiarimenti è quello delle modalità con le quali le quote degli OICVM vengono offerte, vendute o promosse ai singoli investitori. Data la crescente complessità dei prodotti, gli investitori devono essere informati meglio e in modo più semplice sui rendimenti e sulle commissioni. Vi è una domanda crescente di consulenza sui prodotti più adeguati e i rendimenti migliori. I cambiamenti sono visibili anche sul versante dell'offerta: le banche stanno aprendo sempre più le loro reti ai fondi facenti capo ad altri intermediari, il che permette loro di concentrarsi sulle loro competenze principali e di attirare i clienti che ricercano il "miglior prodotto sul mercato". Infine, l'anello finale della distribuzione, nella catena di valore, è una fonte di costi importante per il settore europeo dei fondi (in particolare transfrontalieri). La concorrenza e la trasparenza nella distribuzione delle quote dei fondi potrebbero essere messe al servizio degli interessi dell'investitore finale. Ad esempio, dovrebbero essere chiarite le condizioni da rispettare perché un prodotto possa legittimamente fregiarsi della denominazione di "fondo garantito", in modo da evitare i rischi di vendita abusiva.

La direttiva MiFID⁴, di recente adozione, potrebbe fornire un "armamentario" utile, in particolare per chiarire tutti i doveri di diligenza e di avvertimento sui rischi o gli altri obblighi che le imprese d'investimento hanno nei confronti dei clienti che intendono investire in OICVM. La MiFID potrebbe altresì servire come base per migliorare la trasparenza del processo di distribuzione grazie alle sue norme in materia di gestione, di divulgazione dei conflitti di interessi e di "migliore esecuzione".

In un primo tempo, i servizi della Commissione rifletteranno al problema della linea di demarcazione tra il marketing (OICVM) ed i servizi di vendita/consulenza forniti ai partecipanti ai fondi. In un secondo tempo, effettueranno una *gap analysis* per verificare se la legislazione di livello 2 che attua i principi di comportamento e altre disposizioni pertinenti della MiFID costituisca una base normativa sufficiente ed efficace per disciplinare le attività di intermediazione dei fondi d'investimento. Questa verifica potrà tuttavia essere avviata soltanto dopo il completamento di queste norme di livello 2.

⁴ Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 (GU L 145 del 30.4.2004, pag. 1) relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

Q5: Un rafforzamento della trasparenza, della comparabilità e dell'attenzione prestata alle necessità degli investitori a livello della distribuzione delle quote di fondi potrebbe migliorare concretamente il funzionamento dei mercati europei dei fondi d'investimento ed il livello di protezione degli investitori? È opportuno considerare tale rafforzamento una priorità?

Q6: Un chiarimento delle norme di comportamento applicabili alle imprese che vendono le quote dei fondi agli investitori al dettaglio darebbe un contributo significativo al raggiungimento di tale obiettivo? Devono essere previste altre misure (ad esempio un rafforzamento degli obblighi d'informazione)?

Q7: Vi sono alcune questioni specifiche ai fondi che non rientrano nei lavori in corso riguardanti le misure di esecuzione dettagliata delle norme di comportamento della MiFID?

3. AL DI LÀ DEL QUADRO LEGISLATIVO ESISTENTE – LE SFIDE A LUNGO TERMINE

Il settore europeo dei fondi sta subendo trasformazioni strutturali profonde che avranno conseguenze durature. Si pensi all'innovazione permanente delle strategie e dei prodotti di investimento, alle nuove forme di modelli organizzativi, ai nuovi prestatori di servizi specializzati, ai sistemi di distribuzione per flussi, alla maggiore accortezza degli investitori. L'Europa deve fare in modo che il quadro legislativo che disciplina gli OICVM sia in grado di rappresentare una base valida per uno sviluppo armonioso del settore a lungo termine, pur garantendo un livello elevato di protezione degli investitori. Il quadro normativo deve permettere al settore di offrire prodotti allettanti e ben gestiti, che possano soddisfare le necessità degli investitori. La sezione seguente esamina le modalità con le quali il quadro normativo europeo potrebbe essere adattato per favorire il conseguimento di questo obiettivo, più precisamente la creazione di un quadro europeo che permetta di realizzare economie di costi e sinergie su base transfrontaliera; il rafforzamento della fiducia degli investitori; l'adozione di misure atte ad evitare un'inutile distorsione della concorrenza tra prodotti d'investimento sostitutivi; la promozione di uno sviluppo sano degli investimenti alternativi intracomunitari. Non si potrà tuttavia progredire lungo queste direttrici mantenendo nell'ambito del quadro normativo attuale. In alcuni casi sarà necessario prevedere adeguamenti o estensioni dell'attuale legislazione sugli OICVM che potrebbero essere anche di ampia portata. L'attuale verifica è pertanto l'occasione per cominciare a riflettere sull'opportunità di integrare, a più lungo termine, nel quadro normativo dell'UE la disciplina di alcune di queste questioni di più ampio respiro e sulle modalità di questa integrazione.

3.1. Verso un settore efficace in termini di costi

L'esistenza nell'UE di un numero troppo elevato di fondi di piccole dimensioni impedisce al settore di beneficiare pienamente delle economie di scala.

1. Tra gli altri, il gruppo di esperti sulla gestione degli attivi ha evidenziato che un maggiore consolidamento del settore tramite fusioni transfrontaliere di fondi è una delle vie che permette di ridurre i costi e di migliorare il rendimento dei fondi, anche se i gestori dei fondi sono stati lenti nel razionalizzare la loro offerta di prodotti persino a livello nazionale. La direttiva OICVM non proibisce le fusioni transfrontaliere di fondi, ma non pone rimedio ad alcuni degli ostacoli pratici dei quali sarà probabilmente necessario occuparsi se si vogliono facilitare queste fusioni. Alcune fusioni già avvengono, ma sono rare a causa delle difficoltà causate dalle divergenze nazionali in materia di diritto societario e di legislazione fiscale.

2. La gestione congiunta di fondi (“*fund pooling*”) può costituire una soluzione alternativa al consolidamento del settore in quanto permetterebbe a fondi giuridicamente distinti di essere gestiti e/o amministrati collettivamente, o convogliando i loro attivi in un *master fund* (cfr. strutture del tipo “*master-feeder*”), o ricorrendo a tecnologie dell’informazione che permettono di amministrarli come se fossero un unico fondo. Tuttavia il *pooling* transfrontaliero deve affrontare ostacoli giuridici, di vigilanza e fiscali, oltre a considerevoli sfide tecnologiche.
3. Anche i servizi di custode e di depositario dei fondi potrebbero beneficiare di una maggiore razionalizzazione. La direttiva OICVM impone che la società di gestione e il depositario siano situati nello stesso Stato membro. In passato, la prossimità e la vigilanza integrata erano considerate essenziali per assicurare l’efficace svolgimento delle funzioni di amministrazione dei fondi o dei servizi di depositario e custode. Più di recente, alcune parti interessate hanno chiesto maggiore libertà nella scelta del depositario. Come indicato in precedenza dalla Commissione⁵, un’evoluzione in questo senso richiede una maggiore armonizzazione dello status, delle funzioni e delle responsabilità dei depositari. È pertanto opportuno approfondire le analisi comparative dei costi e dei vantaggi che deriverebbero da modifiche del quadro normativo – i raffronti dovrebbero riguardare non da ultimo ciò che può essere ottenuto tramite formule di delega e/o subcustodia. La Commissione propone di esaminare quali sarebbero le conseguenze per la qualità della vigilanza e la protezione degli investitori di una suddivisione tra diversi Stati membri della responsabilità in materia di vigilanza sui fondi, da un lato, e sulle funzioni di depositario e di custode degli attivi, dall’altro.
4. L’infrastruttura europea per il trattamento degli ordini di sottoscrizione/rimborso (di quote di fondi) è frammentata, il che comporta costi operativi e rischi operativi elevati nella catena di valore delle transazioni. La Commissione sostiene pertanto fermamente gli sforzi compiuti attualmente dal settore per migliorare l’organizzazione dell’amministrazione dei fondi, in particolare a livello degli accordi transfrontalieri. La convinzione iniziale della Commissione è che il settore stesso debba continuare a conservare un ruolo di motore in questo ambito: i politici dell’UE dovrebbero intervenire soltanto in caso di problemi manifesti di “coordinamento” o di ostacoli insormontabili a livello della regolamentazione o delle politiche.

Q8: Le fusioni transfrontaliere di fondi rispondono ad una logica commerciale o economica (vantaggi netti)? Gran parte di tali vantaggi potrebbe essere ottenuta con una razionalizzazione all’interno delle frontiere nazionali?

Q9: I vantaggi auspicati potrebbero essere ottenuti per mezzo della gestione congiunta dei fondi (*pooling*)?

Q10: La concorrenza a livello della gestione e/o della distribuzione dei fondi è sufficiente a garantire che tutti gli investitori beneficino degli incrementi di efficienza?

⁵ Comunicazione (2004) 207 della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo, del 30 marzo 2004.

Q11: Quali sono i vantaggi e gli inconvenienti (rischi di vigilanza o commerciali) che deriverebbero dalla possibilità di scegliere un depositario in un altro Stato membro? In che misura la delega o altri accordi renderebbero superflua un’iniziativa legislativa in questo ambito?

Q12: Pensate che un processo continuo di standardizzazione promosso dagli operatori del settore sarebbe in grado di dare frutti entro un termine ragionevole? È necessario un intervento del settore pubblico?

Appena saranno state esaminate le risposte al presente Libro verde, la Commissione creerà un gruppo di esperti che sarà incaricato di studiare in modo più approfondito le principali fonti di inefficienze del settore europeo dei fondi delineate in precedenza. Questi lavori riguarderanno anche la fattibilità e l’efficacia di eventuali misure di agevolazione.

3.2. Mantenere livelli elevati di protezione degli investitori

La direttiva OICVM stabilisce diverse linee di difesa al fine di proteggere gli investitori. Su questo punto finora il bilancio è positivo. Tuttavia stanno emergendo nuovi rischi e le attese del mercato sono cambiate. Potrebbe essere necessario prendere in esame, in materia di protezione degli investitori, un approccio fondato sui rischi più completo.

Occorre attendere che i nuovi presidi di protezione degli investitori previsti dalla direttiva OICVM III possano dimostrare la propria validità. Il CESR si adopererà altresì per promuovere una convergenza tra le autorità di regolamentazione europee per quanto riguarda le disposizioni di prevenzione dei conflitti di interessi e i presidi di protezione degli investitori a livello di gestori dei fondi, quali modificati dagli articoli 5 septies e 5 nonies della direttiva 2001/107/CE. La Commissione teme tuttavia che gli OICVM, tenuto conto dei limiti formali stabiliti in materia di investimenti, incontrino in futuro difficoltà per adattarsi al ritmo dell’innovazione finanziaria ed alla “sostanziazione” crescente dei sistemi di distribuzione. Ciò potrebbe significare dover procedere ad una valutazione più sistematica dei principali rischi che insorgono in ciascuna fase della catena di valore del settore dei fondi. Considerando l’ambizione dichiarata dei fondi d’investimento di diventare il veicolo di investimento preferito dall’investitore al dettaglio, la Commissione continuerà a lavorare al fine di rafforzare i presidi di protezione degli investitori. I lavori intrapresi dallo *Standing Committee* della IOSCO sulla gestione degli investimenti potrebbero fornire un punto di partenza per una riflessione più approfondita su questi temi a livello europeo.

Q13: Il ricorso massiccio a limiti di investimento formali costituisce un approccio valido per raggiungere un grado elevato di protezione degli investitori?

Q14: Pensate che i presidi - a livello della società di gestione e del depositario - siano sufficientemente robusti per fare fronte ai nuovi rischi emersi in materia di gestione e di amministrazione degli OICVM? Quali altre misure tendenti a mantenere un grado elevato di protezione degli investitori considerereste appropriate?

3.3. Concorrenza dei prodotti sostitutivi

Nell’ambito delle discussioni sul quadro normativo comunitario che disciplina gli OICVM, sarà importante basarsi su una visione il più possibile globale della gestione degli attivi. Gli OICVM sono infatti esposti alla concorrenza di numerosi altri prodotti che mirano anch’essi a

raccogliere il risparmio privato degli investitori europei. Alcuni di questi prodotti, come i prodotti di assicurazione vita *unit-linked* o alcuni prodotti strutturati, presentano alcune caratteristiche degli OICVM. Sono tuttavia sottoposti ad una regolamentazione o a tasse diverse e le relative modalità di vendita non sono le stesse. In alcuni Stati membri, questi prodotti concorrenti sono ampiamente diffusi. La Commissione teme che questo trattamento regolamentare diverso determini distorsioni nelle decisioni d'investimento. È convinta che sarebbe un passo indietro per gli investitori se la concorrenza normativa provocasse un allentamento degli obblighi d'informazione degli OICVM.

Q15: Vi sono casi di distorsione della scelta degli investitori che esigerebbero un'attenzione particolare da parte dei politici europei e/o nazionali?

3.4. Il mercato europeo degli investimenti alternativi

Il settore degli investimenti alternativi - che comprende i fondi speculativi (*hedge funds*) ed i fondi di *private equity* - ha ormai preso piede. Offre nuove opportunità di diversificazione ai gestori di attivi, promette rendimenti più elevati per gli investitori e può aumentare la liquidità globale del mercato. Le strategie d'investimento alternativo sono tuttavia più complesse e possono esporre gli investitori a rischi più gravi degli OICVM tradizionali.

Investimenti alternativi

- I fondi di private equity impongono di impegnarsi a più lungo termine in investimenti che comportano una partecipazione attiva nella gestione. Questi fondi devono tuttavia far fronte a complicazioni fiscali supplementari e la maggior parte di essi non beneficia del mutuo riconoscimento tra Stati membri.
- I fondi speculativi (*hedge funds*) ricorrono ad un'ampia gamma di tecniche e di strumenti (vendita a scoperto, effetto leva, ecc.) di cui non possono generalmente disporre le forme più tradizionali di organismi d'investimento collettivo. Questi fondi possono costituire una fonte di rischio di controparte per gli istituti finanziari che concedono loro prestiti. Benché non siano attualmente considerati come una fonte seria di rischio sistemico a causa delle loro dimensioni relativamente contenute e del loro ricorso all'effetto leva solo in misura moderata e con l'assistenza di garanzie, la rapidità della loro espansione e la loro mancanza di trasparenza suscita preoccupazioni crescenti per quanto riguarda il loro impatto sui mercati. Le autorità di regolamentazione si stanno attualmente impegnando a rafforzare la loro capacità di valutazione dell'esposizione aggregata del sistema finanziario nei confronti dei fondi speculativi.

Le divergenze tra le legislazioni nazionali comportano un rischio di frammentazione della regolamentazione che potrebbe ostacolare lo sviluppo di questo tipo di attività. Via via che questo segmento si svilupperà, ed in particolare se gli investitori al dettaglio europei si esporranno in maniera crescente ai rischi derivanti da investimenti alternativi, crescerà la necessità di un approccio europeo coerente ed illuminato in questo settore.

Dopo avere preso in considerazione le risposte alla presente consultazione, la Commissione costituirà un gruppo di lavoro che incaricherà di esaminare se un approccio comune in materia di regolamentazione sia in grado di agevolare l'ulteriore sviluppo dei mercati europei dei fondi speculativi e dei fondi di *private equity*. Questo gruppo potrebbe altresì studiare i tipi di iniziative più indicati per superare gli ostacoli che impediscono il loro sviluppo transfrontaliero. Questo lavoro potrebbe esaminare in particolare in quale misura una

definizione comune del concetto di “collocamento diretto” sia atta a promuovere lo sviluppo della loro offerta transfrontaliera ad investitori qualificati.

Q16: In che misura i problemi di frammentazione della regolamentazione determinano problemi di accesso al mercato tali da rendere auspicabile la definizione di un approccio comune a livello della UE in materia di a) fondi di *private equity* e b) fondi speculativi e fondi di fondi speculativi?

Q17: Esistono rischi particolari (dal punto di vista della protezione degli investitori o della stabilità del mercato) associati alle attività dei fondi di *private equity* o dei fondi speculativi che meriterebbero un’attenzione particolare?

Q18: In che misura un regime comune in materia di collocamento diretto contribuirebbe a superare gli ostacoli allo sviluppo di un’offerta transfrontaliera di investimenti alternativi destinata ad investitori qualificati? Questo chiarimento delle procedure di marketing e di vendita può avvenire indipendentemente da misure di accompagnamento a livello del gestore del fondo, ecc.?

3.5. Modernizzare la legislazione che disciplina gli OICVM?

L’esperienza ha dimostrato quanto sia difficile adattare la legislazione OICVM alle realtà mutevoli del mercato e garantire la coerenza nella sua applicazione. La direttiva OICVM dimostra i pericoli derivanti dal tentare di regolamentare aspetti altamente tecnici tramite l’adozione di atti normativi comunitari di livello 1. Taluni, tra cui il CESR, hanno sollecitato una rifusione della direttiva secondo il modello adottato per la recente legislazione UE sui valori mobiliari – ovvero una legislazione di livello 1, funzionale e basata su principi, completata se necessario da regole di esecuzione dettagliate e da una cooperazione rafforzata tra autorità di vigilanza (approccio Lamfalussy). Tuttavia, rifondere in questo modo la legislazione sugli OICVM non sarebbe un semplice esercizio cosmetico: comporterebbe la necessità di fare scelte sui principi di massima da adottare per la legislazione di livello 1 e sulla portata e sul contenuto delle decisioni da prendere secondo la procedura dei comitati. Le ramificazioni in termini sostanziali e istituzionali sarebbero pertanto importanti. Tutto ciò richiederebbe una preparazione accurata ed il ricorso alla procedura di codecisione. Nell’ipotesi in cui in futuro si sviluppasse un consenso sulla necessità di una trasformazione di questo tipo della legislazione sugli OICVM, la Commissione è convinta che dovrebbe essere colta l’occasione per ristrutturare la direttiva in un senso conforme all’approccio Lamfalussy.

Q19: L’attuale legislazione sugli OICVM, prescrittiva e basata sui prodotti, costituisce a lungo termine un quadro normativo valido per un mercato europeo dei fondi d’investimento integrato e ben vigilato? In quali condizioni, o in quale fase, sarà opportuno prevedere un’evoluzione verso una regolamentazione basata sui principi e fondata sui rischi?

4. CONCLUSIONI

La direttiva OICVM è stata il fulcro attorno al quale si è sviluppato con successo il settore europeo dei fondi d’investimento. La legislazione sugli OICVM - con il sistema del passaporto per i prodotti e la sua attenzione nei confronti dell’investitore di dettaglio - ha facilitato il conseguimento di questo risultato. Nonostante questi aspetti positivi, si ha l’impressione che la direttiva OICVM abbia mancato delle opportunità e che possa essere

migliorata. Non c'è tuttavia, nella fase attuale, la necessità imperativa di una rifusione radicale. Piuttosto deve essere data priorità all'esaurimento di tutte le possibilità offerte dal quadro legislativo attuale.

Tenuto conto dell'importanza strategica del settore, occorre avviare un'ampia riflessione sulla direzione futura in cui dovrà svilupparsi il quadro legislativo dell'UE sui fondi d'investimento. Nell'ipotesi in cui alcuni rischi strutturali menzionati in precedenza si concretizzassero, sarebbero richieste azioni ambiziose al fine di assicurare che il vasto settore europeo dei fondi sia dotato degli strumenti adeguati e che gli investitori europei beneficino di un grado elevato di protezione nei prossimi dieci anni.

Le risposte alla presente consultazione, così come il risultato delle discussioni regolarmente organizzate con le parti interessate e dei lavori preparatori realizzati in seno alla Commissione, saranno prese in considerazione nella determinazione delle eventuali misure da adottare. Gli orientamenti stabiliti per rafforzare il quadro normativo sugli OICVM saranno annunciati all'inizio del 2006. Le eventuali iniziative legislative saranno sottoposte ad un'ampia consultazione ex ante e saranno oggetto di una valutazione d'impatto e di un'analisi costi-benefici.

Le risposte alla presente consultazione devono essere inviate entro il 15 novembre 2005 all'indirizzo elettronico seguente: markt-consult-investmentfunds@cec.eu.int. Le risposte saranno pubblicate nel sito Internet della Commissione, salvo esplicita richiesta contraria. Nel quadro delle iniziative da adottare a seguito del presente Libro verde, la Commissione pubblicherà all'inizio del 2006 una relazione che riassumerà i contributi ricevuti.

Rafforzamento del quadro normativo sugli OICVM - tappe proposte

Argomento	Azione	Date proposte
Verifica sul quadro normativo relativo agli OICVM	Processo di consultazione	Lug/Nov. 2005
	Relazione sui risultati della consultazione pubblica; dichiarazione della COM sulle iniziative future	Feb/Marzo 2006
1. Azioni prioritarie		
Chiarimento degli attivi ammessi per gli OICVM	Adozione della legislazione di esecuzione	Marzo/Aprile 2006
Raccomandazioni su strumenti derivati e prospetto semplificato	Pubblicazione della valutazione definitiva sull'applicazione di tali raccomandazioni da parte degli Stati membri (CESR e COM)	Autunno 2005
Orientamenti del CESR sulle disposizioni transitorie	Relazione provvisoria sulla loro attuazione a livello nazionale	Autunno 2005
Procedure di notifica	Orientamenti del CESR sulla procedura di notifica	Autunno 2006

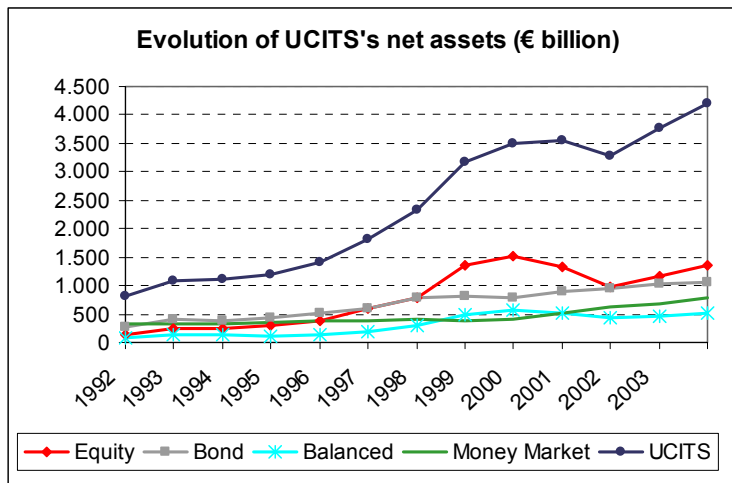
2. Rafforzamento del quadro attuale		
Passaporto per le società di gestione	Analisi delle condizioni richieste per facilitare il funzionamento effettivo del sistema del passaporto per le società di gestione	Inizio 2006
Distribuzione, vendita, promozione delle quote di fondi	Valutazione dell'articolazione tra direttiva OICVM e direttiva MiFID	Inizio 2006
	<i>Gap analysis</i> delle misure di livello 2 della MiFID	Metà 2006
3. Sfide di lungo termine		
Fusioni/ <i>pooling</i> a livello transfrontaliero	Lavori del gruppo di discussione specializzato	Inverno 2005 – estate 2006
Protezione degli investitori	Analisi dei rischi e dei controlli del rischio nel settore europeo dei fondi d'investimento (CESR e COM): monitoraggio dei lavori della IOSCO; lancio e pubblicazione di studi della Commissione	
Investimenti alternativi	Lavori del gruppo di discussione specializzato	Inverno 2005 – estate 2006

Annex

OVERVIEW OF THE UCITS MARKET

UCITS legislation has provided the foundations for the development of a successful European fund industry. 20 years after the adoption of the original UCITS Directive, 28,830 UCITS funds manage €4 trillion representing over 70% of the assets under management by the EU investment fund industry as a whole. Assets managed by UCITS are growing rapidly (some 4 times over the last 10 years). This industry has a strong presence in all of the ‘old’ Member States and is gaining ground in many of the new Member States. In some Member States, over 20% of the adult population have invested in funds. UCITS also enjoy wide market recognition outside the EU (namely in Asia and South America).

UCITS enjoy wide market acceptance

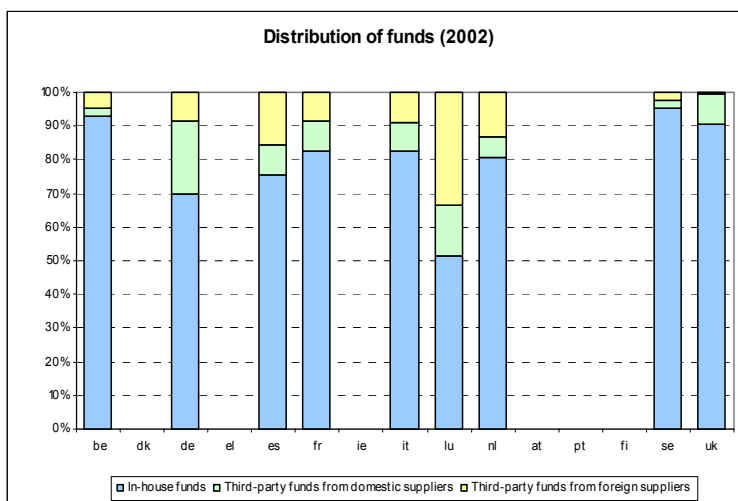


The UCITS Directive has proved an important first step towards integrated and competitive European markets for investment funds: it has been the catalyst for the growth of an industry which is increasingly investing and competing on a cross-border basis. At present, less than a fifth of all European UCITS (in terms of number of funds) are true cross-border funds in that they are sold in more than one country other than that of the sponsoring parent company. However, as shown in the table below, the number of cross-border funds has increased more rapidly than the total number of funds over the last years. Their assets under management are also growing at a fast pace: net sales of cross-border funds represented more than 60% of the total industry net inflows in 2004.

...with increasing cross-border penetration

	End-98	Mar 2001	End 2002	End 2003	Change (98-03)
X-border funds	2,287	3,260	3,750	4,529	98%
X-border notifications	11,338	22,791	26,966	26,030	130%
Total no. of funds	20,069	n.a.	28,459	28,149	40%
X-border/total funds	11%	n.a.	13%	16%	41%

Despite the increase in the number of notifications and the sales of cross-border funds, the market share in most host Member States is often small. Despite recent years' move towards open-architecture, the range of products on offer remains biased towards national providers. National distribution networks remain dominated by local players. Most European third party funds (TPF) distributors are "semi-open" with 33% of them offering less than 5 TPF and only 6% putting in their list of products more than 49 TPF. In addition to this, 46% of fund distributors do not offer even one TPF. Consequently, competition is limited and investors do not necessarily have access to the best funds in the EU market.



Viewed from the perspective of overall market efficiency, the facilitation of cross-border fund offer has not yet delivered an optimally functioning European fund market. The number of funds is considerably higher than 10 years ago. This reflects the rapidity with which managers have reacted to new trends and the needs of increasingly demanding investors. For instance, products such as guaranteed funds have recently enlarged the range of investment opportunities for UCITS investors. The end-result is that the landscape remains dominated by funds of sub-optimal size which are on average 5 times smaller than their average US counterpart. Fund managers and administrators are not able to benefit fully from scale economies – reducing net returns to end-investors. Estimates indicated that if EU funds could attain US funds' average size, annual cost savings of € 5bn could be achieved.

Lack of market integration translates into higher costs for investors.

From an investor protection perspective, there have not been notable financial scandals involving UCITS in Europe. UCITS has provided a solid underpinning for a well-regulated and generally well-managed industry. The investment limits, capital requirements, and organisational controls on asset segregation and safe-keeping, disclosure obligations or the oversight responsibility of depositaries introduced by the Directive have been important contributing factors.

No notable financial scandals so far...

<p>Recent trends in European fund industry are changing the risk-features of the business. Changes in the organisation of the business, such as outsourcing of operational functions or moves towards open-architecture may entail increased operational risk or conflicts of interest. New fund-types, based on more complex or sophisticated investment strategies, may embody features that are not well-understood by retail investors. The possible implications of alternative investment strategies for investor protection and financial stability remain poorly understood. Furthermore, substitute products, such as unit-linked products or certificates, compete with UCITS for long-term savings. However, they are not necessarily subject to the same level of disclosure and transparency. This may call into question the levels of disclosure and investor protection promoted by UCITS.</p>	<p><i>... but business is evolving and current trends may accentuate certain risks to investors.</i></p>
<p>The accompanying Commission staff working document provides an extensive treatment of these issues. To further improve our understanding, the Commission is sponsoring further research to evaluate the degree of integration of European fund markets; to assess whether there are as yet unrealised efficiency gains that could be achieved through cross-border competition or a more rational pan-European organisation of the market; and to study evolutions in the risk-features of European asset management business.</p>	