

IT

IT

IT



COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE

Bruxelles, 16.7.2008

SEC(2008) 2264

DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE

Documento di accompagnamento alla

Proposta di

DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO

concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM)

SINTESI DELLA RELAZIONE SULLA VALUTAZIONE DELL'IMPATTO

{COM(2008) 458 final}

{SEC(2008) 2263}

DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE

SINTESI DELLA RELAZIONE SULLA VALUTAZIONE DELL'IMPATTO

1. REVISIONE DELLA DIRETTIVA OICVM

La direttiva OICVM

La direttiva sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM)¹, adottata nel 1985, mirava a creare un mercato unico per i fondi di investimento che rafforzasse le opportunità economiche e di investimento sia degli operatori del settore che degli investitori. La direttiva ha fissato una serie di obblighi che i fondi di investimento sono tenuti a rispettare per essere ammessi alla commercializzazione transfrontaliera. La principale finalità degli obblighi era assicurare un elevato livello di tutela degli investitori. La direttiva ha anche introdotto il primo passaporto per i servizi finanziari.

La direttiva OICVM è stata fondamentale per lo sviluppo del mercato europeo dei fondi di investimento. Nel giugno 2007 le attività gestite dagli OICVM ammontavano a 6 000 miliardi di euro. Gli OICVM rappresentano circa il 75% del mercato dei fondi di investimento dell'UE. Nonostante questa evoluzione positiva è apparso evidente che la direttiva era eccessivamente vincolante e impediva ai gestori e agli amministratori dei fondi di sfruttare appieno le possibilità di sviluppo loro offerte. Le modifiche introdotte nel 2001 hanno ampliato le possibilità di investimento dei gestori degli OICVM, senza tuttavia porre rimedio alle strozzature che frenano l'efficienza del settore.

Il processo di revisione del quadro normativo in materia di OICVM si è articolato in tre fasi (cfr. la figura 1). Nel 2005 il **Libro verde** della Commissione sui fondi di investimento² ha avviato il dibattito pubblico sulla necessità di un'azione a livello UE e sulla sua portata. Sia le analisi dei servizi della Commissione che la consultazione delle parti in causa sono giunte alla stessa conclusione: occorre concentrarsi sulla modifica della direttiva per rimuovere le barriere che ancora ostacolano l'accesso al mercato e per consentire al settore dei fondi di investimento di organizzare la gestione e l'amministrazione dei fondi in maniera più efficiente.

Queste riflessioni sono confluite nella fase successiva: il **Libro bianco** sui fondi di investimento³ e la relativa valutazione dell'impatto. Questo documento ha preso in esame una serie di adeguamenti miranti sia ad accrescere l'efficienza del settore dei fondi di investimento sul lato dell'offerta che a rafforzare la domanda. In alcuni casi la relazione sulla valutazione dell'impatto concludeva che l'emanazione di provvedimenti a livello UE non appare sufficientemente giustificata, stimando sufficienti o preferibili iniziative promosse dagli operatori del settore o intraprese a livello nazionale. In altri casi si è ritenuto che l'opzione più

¹ Direttiva 85/611/CEE del 20 dicembre 1985, modificata tra l'altro dalle direttive 2001/107/CE e 2001/108/CE, del 21 gennaio 2002, entrambe denominate altresì direttive OICVM III.

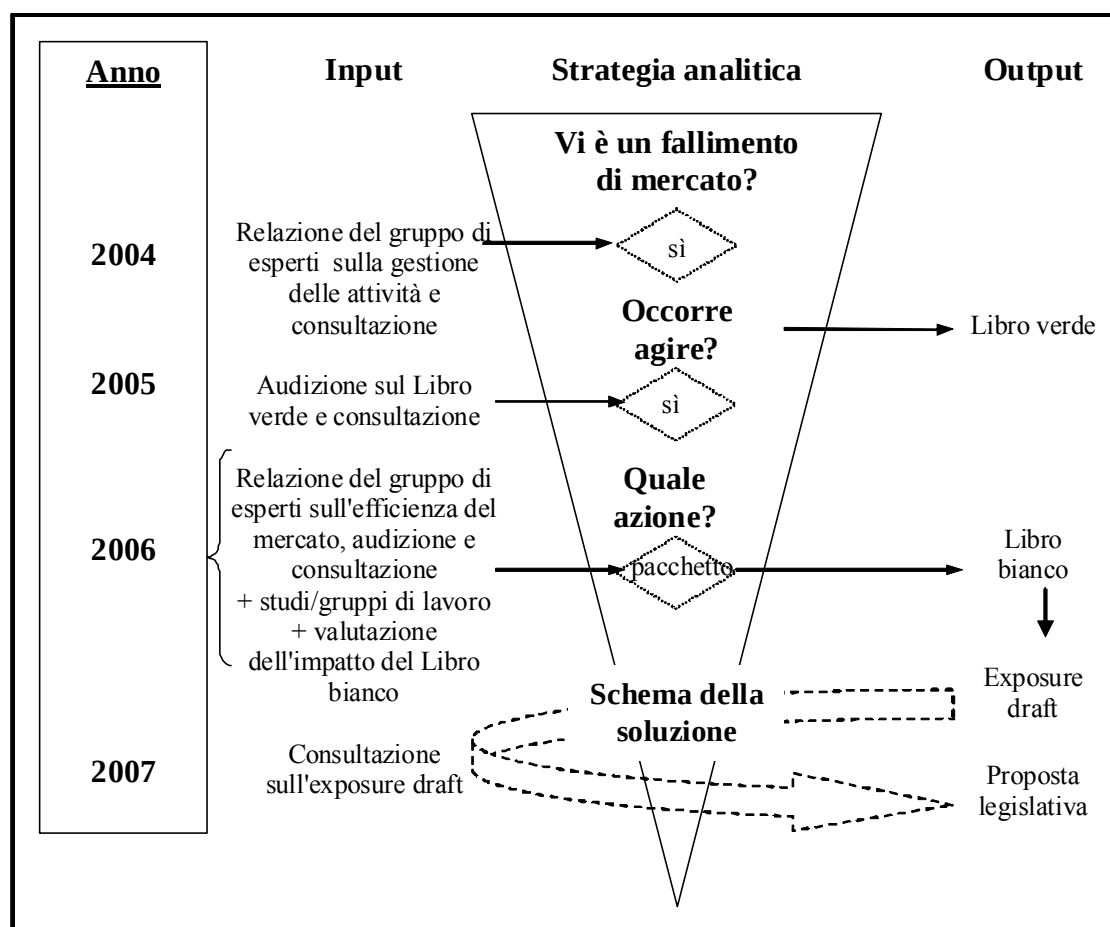
² Libro verde sul rafforzamento del quadro normativo relativo ai fondi d'investimento nell'UE, COM(2005) 314 definitivo del 12 luglio 2005.

³ Libro bianco sul rafforzamento del quadro normativo del mercato unico relativo ai fondi d'investimento, COM(2006) 686 definitivo del 15 novembre 2006.

efficiente sotto il profilo dei costi sia l'adozione di provvedimenti di carattere non legislativo. Infine, l'analisi ha concluso che in determinati casi sono necessarie modifiche legislative. Il Libro bianco ha pertanto annunciato modifiche alla direttiva OICVM sui seguenti cinque punti: 1) la procedura di notifica, 2) le fusioni di fondi, 3) l'aggregazione di attività, 4) il passaporto della società di gestione e 5) il prospetto semplificato.

Il 22 marzo 2007 la direzione generale per il Mercato interno ha pubblicato un "**exposure draft**" come base per la consultazione pubblica sulla forma delle predette modifiche legislative. Scopo della consultazione era raccogliere pareri sull'elaborazione delle misure annunciate dal Libro bianco. I partecipanti alla consultazione hanno dato un contributo importante e prezioso all'analisi sviluppata nella relazione sulla valutazione dell'impatto della proposta legislativa.

Figura 1: processo di revisione del quadro OICVM



2. I PROBLEMI INDIVIDUATI CHE IMPONGONO UNA MODIFICA DELLA DIRETTIVA OICVM

- 2.1. Barriere alla commercializzazione dei fondi di investimento negli altri Stati membri.
La procedura di notifica introdotta dalla direttiva del 1985 è spesso lunga e onerosa. Gli obblighi imposti dalle autorità di regolamentazione del paese ospitante eccedono spesso quelli previsti dalla direttiva e il termine di due mesi non viene sempre rispettato. Di conseguenza, la procedura viene considerata come una seconda autorizzazione. Si stima che i costi diretti che il settore deve sostenere annualmente

per la procedura ammontino a 25 milioni di euro (che vanno ad aggiungersi agli oltre 20 milioni di euro per la notificazione iniziale)⁴. Ancora più rilevanti sono i costi di opportunità dovuti ai ritardi nell'immissione del prodotto sul mercato.

Di conseguenza, la valutazione dell'impatto ha raccomandato le seguenti modifiche alla direttiva: a) ridurre i termini della notifica, b) sostituire la vigente procedura con un meccanismo di scambio di informazioni tra autorità di regolamentazione e c) definire con precisione il ruolo e le responsabilità delle autorità di ogni Stato membro.

- 2.2. Proliferazione di fondi di investimento di dimensioni subottimali. Il mercato europeo dei fondi di investimento è caratterizzato da un elevato numero di fondi di piccole dimensioni. Alla fine del 2006 il 54% dei fondi europei gestiva meno di 50 milioni di euro di attività. In media i fondi di investimento europei sono cinque volte più piccoli dei loro equivalenti americani. La gestione di una vasta gamma di fondi di piccole dimensioni è costosa, impedisce di sfruttare le economie di scala e determina un aumento dei costi. Secondo le stime, i risparmi annui potrebbero ammontare fino a 6 miliardi di euro⁵.

La valutazione dell'impatto del Libro bianco ha concluso che due misure permetterebbero al settore di sfruttare pienamente le possibili economie di scala: 1) un quadro legislativo per le fusioni (transfrontaliere) di fondi e 2) la possibilità data agli OICVM di procedere all'aggregazione di entità.

- 2.3. Mancanza di flessibilità nell'organizzazione della catena di valore del settore. Nonostante la creazione, con le modifiche del 2001, del passaporto delle società di gestione degli OICVM in forma societaria, attualmente le società di gestione non possono gestire un OICVM in un altro Stato membro. Le ambiguità del testo della direttiva e le preoccupazioni suscitate dalla scissione della vigilanza hanno impedito alle pertinenti disposizioni del 2001 di esplicare i loro effetti. Di conseguenza, i gruppi di fondi sono obbligati a istituire una società di gestione a pieno titolo in ogni Stato membro in cui intendono offrire una gamma di fondi.

La valutazione dell'impatto ha evidenziato gli argomenti a favore dell'introduzione di un passaporto operativo per le società di gestione, a condizione che vengano individuate soluzioni operative efficienti sotto il profilo dei costi per assicurare una vigilanza efficace dei fondi gestiti a distanza.

- 2.4. Un prospetto semplificato inefficace. Nonostante i chiarimenti contenuti nella raccomandazione della Commissione del 2004⁶, il prospetto semplificato non è riuscito a fornire agli investitori uno strumento utile per prendere le decisioni di investimento. Il prospetto semplificato è troppo lungo e complesso e pertanto di valore limitato per gli investitori. Inoltre la preparazione del prospetto semplificato è relativamente costosa e lunga per il settore.

⁴ "A Harmonised, Simplified Approach to UCITS Registration", EFAMA e IMA, aprile 2005.

⁵ "Building an Integrated European Fund Management Industry: cross-border mergers of funds, a quick win?", Invesco, gennaio 2005.

⁶ Raccomandazione 2004/384/CE della Commissione, del 27 aprile 2004, relativa a taluni elementi che devono figurare nel prospetto semplificato conformemente allo schema C di cui all'allegato I della direttiva 85/611/CEE del Consiglio.

La valutazione dell'impatto propone di adottare un nuovo approccio per il prospetto semplificato, consistente nel modificare la direttiva al fine di rifocalizzarla sui principi di base della comunicazione agli investitori e di prevedere la possibilità di definire i dettagli (ossia il formato e il contenuto) tramite misure di esecuzione.

3. ELABORARE LE MODIFICHE LEGISLATIVE PROPOSTE DAL LIBRO BIANCO

Nel formulare le nuove disposizioni, sono state prese in considerazione una serie di possibilità. Le opzioni sono state valutate sulla base dei criteri di efficienza, integrazione del mercato e tutela degli investitori. Il relativo impatto è sintetizzato nella tabella in allegato.

3.1. Eliminare le barriere alla commercializzazione dei fondi di investimento negli altri Stati membri.

Procedura di notifica

L'*exposure draft* presenta una revisione della procedura di notifica. Esso prevede la comunicazione diretta dell'autorità di regolamentazione del paese di origine a quella del paese ospitante. Le autorità dello Stato membro ospitante non potrebbero opporsi alla commercializzazione nello Stato membro ospitante degli OICVM debitamente autorizzati.

Nel complesso le risposte alla consultazione sull'*exposure draft* sono state favorevoli alle proposte, pur esprimendo riserve in merito alla possibilità data alle autorità del paese ospitante di applicare disposizioni non armonizzate in materia di pubblicità. Per preparare le proposte finali i servizi della Commissione hanno messo a confronto due possibili opzioni:

1) mantenere la verifica preventiva⁷ da parte delle autorità di regolamentazione dello Stato membro ospitante delle modalità di commercializzazione dell'OICVM, accorciando però i termini;

2) consentire la commercializzazione immediata dell'OICVM nel mercato del paese ospitante: i controlli delle autorità di regolamentazione dello Stato membro ospitante verrebbero effettuati a posteriori su base continuativa, concentrandosi sui canali di distribuzione locali.

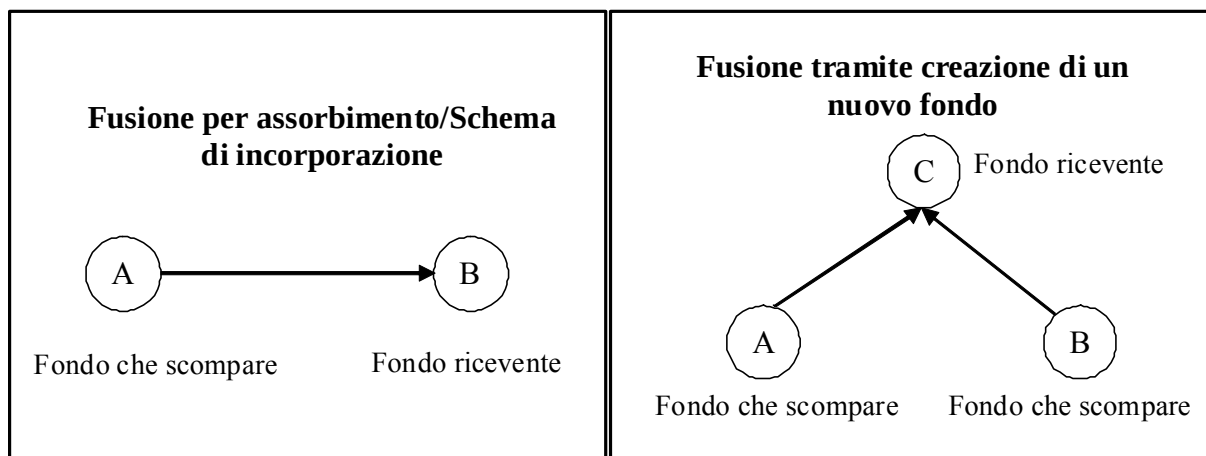
Dall'analisi effettuata emerge che la prima opzione (verifica preventiva) non costituirebbe un miglioramento significativo dell'attuale situazione. I costi legati alla procedura di notifica non diminuirebbero sensibilmente e permanerebbe l'incertezza sui tempi di immissione dell'OICVM sul mercato dello Stato membro ospitante. La procedura di notifica continuerebbe a costituire una barriera all'entrata. In tal modo si ridurrebbe il numero di fondi di investimento offerti agli investitori e si limiterebbe la concorrenza (nonché i suoi effetti positivi sulle spese pagate dagli investitori). Di conseguenza, solo una semplificazione radicale della procedura produrrebbe effetti positivi significativi, un obiettivo realizzabile con la seconda opzione. Alcuni hanno sostenuto che sopprimendo i controlli preventivi delle autorità di regolamentazione dello Stato membro ospitante si indebolirebbe la tutela degli investitori. L'analisi dell'impatto conclude invece che un tale rischio è piuttosto debole.

⁷ Ossia, prima della commercializzazione dell'OICVM nel mercato nello Stato membro ospitante (i controlli a posteriori avvengono, invece, dopo la commercializzazione dell'OICVM nello Stato membro ospitante).

3.2. Mettere fine alla proliferazione di fondi di investimento di dimensioni subottimali

a) Fusioni di fondi

L'*exposure draft* ha proposto alle parti in causa un primo schema di quadro UE per le fusioni di OICVM. Il quadro proposto comprenderebbe una serie di tecniche di fusione comunemente utilizzate (cfr. i successivi grafici) e si applicherebbe sia alle fusioni domestiche che a quelle transfrontaliere. Sono stati inoltre proposti alcuni obblighi in materia di autorizzazione della fusione da parte delle autorità di regolamentazione e disposizioni specifiche in materia di tutela degli investitori.



Nel complesso l'approccio proposto ha trovato il sostegno di tutte le categorie di parti in causa. Sono state, tuttavia, espresse riserve in merito alla tutela offerta agli investitori dai diritti previsti nella proposta. Di conseguenza, la valutazione dell'impatto ha analizzato due opzioni:

- 1) le informazioni sulla fusione vengono fornite solo agli investitori del fondo che scompare;
- 2) le informazioni sulla fusione vengono fornite agli investitori del fondo che scompare e a quelli del fondo ricevente.

L'analisi dell'impatto ha concluso che nessuna delle predette opzioni è pienamente soddisfacente, né dal punto di vista dell'efficienza né da quello della tutela degli investitori. La prima, pur riducendo al minimo i costi amministrativi che il settore deve sostenere, solleva alcune riserve sotto il profilo della tutela degli investitori; la seconda riduce al minimo i rischi per la tutela degli investitori, ma è eccessivamente onerosa. L'analisi ritiene che una combinazione delle due opzioni sia la scelta da privilegiare: l'informazione verrebbe fornita sistematicamente agli investitori del fondo che scompare e, in determinati casi, anche agli investitori del fondo ricevente. Si raccomanda, ad esempio, che l'autorità di regolamentazione competente per la decisione sulla proposta di fusione valuti il potenziale impatto della fusione sugli investitori del fondo ricevente e decida, se del caso, che anche questi ultimi debbano essere informati.

b) Aggregazione di attività

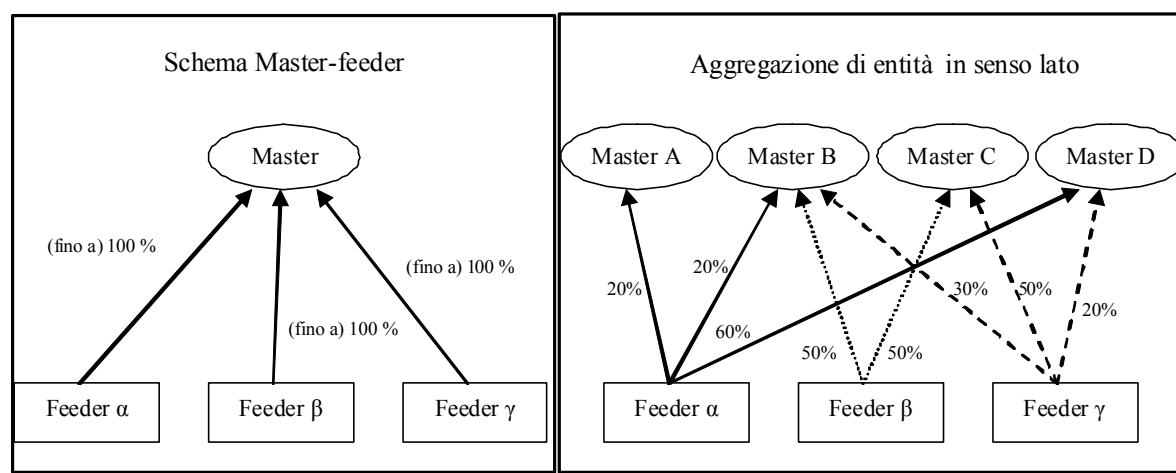
La relazione sulla valutazione dell'impatto del Libro bianco individua due possibili tecniche di aggregazione: l'aggregazione di entità in senso lato e le cosiddette strutture "master-feeder". I

due concetti vengono descritti nei grafici successivi.

L'*exposure draft* presenta uno schema delle modifiche alla direttiva OICVM necessarie per creare un quadro di disciplina dell'aggregazione di entità. Sulla base di una prima valutazione dell'impatto, le proposte contenute nell'*exposure draft* si sono concentrate sulle strutture master-feeder. Secondo i rispondenti il quadro proposto è piuttosto prescrittivo. Per quanto riguarda la tecnica scelta per l'aggregazione di entità, la maggioranza dei rispondenti si è espressa a favore. Tuttavia, alcuni rispondenti hanno invitato la Commissione a prendere in considerazione l'introduzione di un quadro per l'aggregazione di entità in senso lato. L'analisi dell'impatto si è pertanto concentrata sulle seguenti opzioni:

1) consentire l'aggregazione di entità in senso lato;

2) consentire le strutture master-feeder.



La possibilità di utilizzare l'aggregazione di entità in senso lato potrebbe generare importanti vantaggi per gli operatori del settore. Se disponessero della flessibilità necessaria per modulare la composizione dei fondi feeder, i promotori dei fondi potrebbero adeguare la loro gamma di fondi in funzione dell'evoluzione delle tendenze e della domanda degli investitori. Tuttavia, la Commissione ritiene che l'introduzione di questa possibilità equivarrebbe ad un rilassamento delle vigenti disposizioni in materia di fondi di fondi OICVM⁸. L'allentamento degli obblighi di diversificazione potrebbe avere notevoli conseguenze indesiderabili per gli investitori. L'analisi della valutazione dell'impatto conclude pertanto che è preferibile l'opzione master-feeder semplice, sia sotto il profilo dell'efficienza che sotto quello della tutela degli investitori.

3.3. Risolvere il problema della mancanza di flessibilità organizzativa

Il passaporto della società di gestione

L'*exposure draft* ha cercato di trovare un equilibrio tra un passaporto generale della società di gestione e le esigenze di vigilanza. Il quadro proposto includeva disposizioni miranti a

⁸ Un fondo di fondi è un fondo il cui portafoglio è sostanzialmente costituito da fondi (e liquidità). La direttiva OICVM include una serie di disposizioni che i fondi di fondi OICVM devono rispettare, in particolare l'obbligo di investire almeno in 5 fondi.

conferire un minimo di sostanza alla nozione di domicilio del fondo e a rafforzare i meccanismi di cooperazione tra le autorità di vigilanza.

Diversamente dagli altri quattro punti, la proposta relativa al presente punto ha suscitato reazioni molto divergenti in risposta alla consultazione sull'*exposure draft*. Gli operatori del settore si sono detti insoddisfatti della proposta relativa all'ambito di applicazione del passaporto. Altri, principalmente le autorità nazionali, hanno ritenuto che l'approccio proposto non definisse in maniera chiara le rispettive responsabilità delle autorità di regolamentazione. Date le questioni fondamentali sollevate nel corso della consultazione, l'analisi dell'impatto si è concentrata sulle opzioni seguenti:

- 1) mantenere lo statu quo (ossia, non fare niente);
- 2) attuare il passaporto della società di gestione per i fondi aventi forma societaria ed estenderlo ai fondi aventi forma contrattuale;
- 3) attuare il passaporto della società di gestione per i fondi aventi forma societaria.

Dall'analisi della Commissione emerge che l'assenza del passaporto della società di gestione priva il settore della necessaria flessibilità nella domiciliazione delle funzioni e impedisce risparmi sui costi. I lavori effettuati dalla pubblicazione dell'*exposure draft* si sono concentrati sull'elaborazione di disposizioni miranti a superare le carenze regolamentari, le incertezze o gli oneri eccessivi 1) chiarendo le responsabilità rispettive delle autorità di vigilanza del fondo e delle autorità di vigilanza della società di gestione, 2) prevedendo meccanismi che conferiscono alle autorità di vigilanza del fondo e al depositario i mezzi per controllare e verificare il rispetto delle disposizioni vigenti nel domicilio del fondo e 3) assicurando che la società di gestione e le rispettive autorità di vigilanza forniscano tutto il sostegno necessario alle autorità di vigilanza del fondo e al depositario.

I lavori per l'elaborazione delle disposizioni effettive rivelano che così procedendo:

- si creerebbero obblighi eccessivi in materia di scambio di informazioni e di comunicazione tra la società di gestione, le autorità di vigilanza del fondo, le autorità di vigilanza della società di gestione, l'amministratore del fondo e il depositario;
- resterebbero irrisolte molte riserve in merito alle predette responsabilità rispettive: per svolgere i loro compiti le autorità di vigilanza del fondo e il depositario sarebbero fortemente dipendenti dalla società di gestione e dalle autorità di vigilanza della società di gestione. Si teme che gli incentivi e le responsabilità non sarebbero adeguatamente ripartiti;
- permarrebbero le riserve in merito al controllo del rispetto della normativa, in particolare per quanto riguarda i fondi aventi forma contrattuale. Trattandosi dell'unica forma di OICVM esistente in 13 Stati membri, l'impatto economico del passaporto della società di gestione dei fondi aventi forma societaria appare limitato.

La valutazione dell'impatto conclude pertanto che le disposizioni necessarie per attuare il passaporto della società di gestione comporterebbero un eccesso di burocrazia e di costi amministrativi, senza però eliminare i rischi sotto il profilo della vigilanza associati alla gestione transfrontaliera dei fondi. Si ritiene che i potenziali svantaggi superino i benefici attesi. Pertanto, la Commissione propone di non modificare le disposizioni della direttiva in materia e di mantenere lo statu quo, per cui i gestori dei fondi assicurerebbero la gestione

transfrontaliera tramite soluzioni basate sulla delega. La Commissione intende chiedere al CESR di fornire un parere su soluzioni sicure, efficienti ed economicamente vantaggiose per creare fiducia in merito a tutta una serie di questioni connesse con la vigilanza e la gestione dei rischi.

3.4. Risolvere il problema dell'inefficacia del prospetto semplificato

Le informazioni essenziali per gli investitori

La valutazione dell'impatto del Libro bianco presenta un elenco di possibili modifiche relative alla lunghezza, al contenuto e al nome stesso del prospetto semplificato (che alcuni ritengono generi confusione). Su detta base, l'*exposure draft* ha presentato un nuovo approccio in materia di comunicazione agli investitori: il concetto di "informazioni essenziali per gli investitori". Esso ha proposto l'idea di un insieme di informazioni obiettive, chiare e non fuorvianti. In generale il quadro proposto è stato accolto favorevolmente dalle parti in causa. Tuttavia, i rispondenti hanno espresso pareri diversi in merito al fatto che la proposta non preveda la presentazione delle informazioni essenziali per gli investitori in forma di documento unico. L'analisi si è pertanto concentrata sull'impatto di due possibili opzioni:

- 1) le informazioni essenziali per gli investitori vengono fornite in forma di elementi separati non necessariamente riuniti in un documento unico;
- 2) le informazioni essenziali per gli investitori vengono fornite come documento unico distinto.

L'approccio degli elementi separati consentirebbe una maggiore flessibilità per quanto riguarda la presentazione delle informazioni. Sarebbe pertanto possibile adattare la comunicazione al tipo di investitori e/o di canali di distribuzione e di metodi usati. Il documento unico, invece, sarebbe molto probabilmente uno strumento più facile da utilizzare per gli investitori e consentirebbe loro di fare confronti tra prodotti. Nel medio periodo questa capacità di mettere a confronto i fondi dovrebbe stimolare la concorrenza e pertanto esercitare una pressione sui prezzi (commissioni). Inoltre, per quanto riguarda i costi sostenuti per rispettare la normativa, l'approccio degli elementi distinti potrebbe comportare costi di adeguamento più elevati per il settore. Pertanto, il documento unico distinto sembra essere la soluzione che risponde meglio agli obiettivi della tutela degli investitori e dell'efficienza.

4. IL PACCHETTO DI MISURE PROPOSTO

La valutazione dell'impatto raccomanda quindi misure per:

- 1) semplificare radicalmente la procedura di notifica;
- 2) facilitare le fusioni di fondi;
- 3) consentire strutture (di aggregazione) master-feeder;
- 4) rielaborare a fondo il contenuto del prospetto semplificato.

I risparmi economici attesi dalle misure proposte consistono sia in riduzioni statiche dei costi per gli operatori del settore e per gli investitori sia in vantaggi dinamici connessi alla concorrenza e agli incrementi di produttività. Diversi miliardi di euro potrebbero essere

risparmiati ogni anno in guadagni diretti di efficienza, che andrebbero gradualmente a vantaggio degli investitori, alcuni in forma di migliori risultati (grazie ai minori costi del fondo), altri in forma di minori commissioni, spinte al ribasso dalla maggiore concorrenza e dalla possibilità offerta agli investitori di confrontare i fondi. La maggiore flessibilità nell'organizzazione e nel funzionamento dei fondi e la semplificazione delle procedure dovrebbero creare nuove opportunità economiche e, riducendo gli oneri amministrativi, accrescere la competitività del settore dei fondi rispetto ad altri prodotti e mercati. Un mercato dei fondi di investimento più integrato offrirà agli investitori europei una scelta più ampia di fondi più efficienti. Preservando l'elevato grado di tutela degli investitori già offerto dagli OICVM ne rafforzerà l'attrattività all'interno e all'esterno dei confini UE. Nel lungo termine questi effetti positivi contribuiranno a migliorare l'efficienza economica e la competitività e in tal modo a realizzare gli obiettivi della strategia di Lisbona in questo settore importante.

Allegato: sunto dell'analisi della valutazione dell'impatto

(Le opzioni prescelte figurano in grassetto)

	Impatto su:		Effetto positivo su:
Opzioni disponibili	Tutela degli investitori	Efficienza	Integrazione del mercato
Notifica			
Verifica preventiva (delle modalità di commercializzazione)	+	-	no
Controlli a posteriori su base continuativa	+/ $\approx$	+	sì
Fusioni di fondi			
Informazioni solo agli investitori del fondo che scompare	-	+	sì
Informazioni a tutti gli investitori¹	+	-	no
Aggregazione di entità			
Autorizzazione dell'aggregazione di entità in senso lato	-	+/-	sì
Autorizzazione delle strutture master-feeder	+	+	sì
Passaporto della società di gestione			
Status quo²	+/-	-	no
Passaporto della società di gestione per fondi aventi forma societaria e per fondi aventi forma contrattuale	--	$\approx$	sì
Attuazione del passaporto della società di gestione dei fondi aventi forma societaria	-	-	sì
Prospetto semplificato			
Informazioni essenziali per gli investitori fornite in forma di elementi separati	+/-	-	no
Informazioni essenziali per gli investitori fornite come documento unico distinto	+	+	sì

¹ Solo in determinati casi.

² Anche se questa opzione non sembra essere chiaramente superiore, l'analisi ha evidenziato notevoli riserve in merito alla fattibilità delle altre due.

Valutazione: '+' = positiva; '-' = negativa; $\approx$ = neutra