



COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE

Bruxelles, 30.4.2009
SEC(2009) 577

DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE

che accompagna la

Proposta di

DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO

**sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2004/39/CE e
2009/.../CE**

SINTESI DELLA VALUTAZIONE DELL'IMPATTO

{COM(2009) 207}
{SEC(2009) 576}

SINTESI DELLA VALUTAZIONE DELL'IMPATTO

La crisi finanziaria ha messo in luce una serie di vulnerabilità del sistema finanziario, che rendono necessaria un'ampia revisione dei quadri di regolamentazione e di vigilanza riguardanti tutti i principali soggetti operanti nei mercati finanziari europei. Come descritto nella comunicazione della Commissione indirizzata al Consiglio europeo di primavera, e conformemente alle conclusioni del G20, la Commissione si è impegnata a garantire che "*tutti gli operatori pertinenti ... siano oggetto di una regolamentazione e di una vigilanza adeguate*". A tal fine occorre legiferare negli ambiti in cui le disposizioni europee e nazionali sono incomplete.

Uno di questi ambiti riguarda le attività dei gestori di fondi di investimento alternativi (AIF), intesi come tutti i fondi che non sono armonizzati dalla direttiva OICVM¹. Il settore dei fondi di investimento alternativi, che a fine 2008 gestiva attività per circa 2 000 miliardi di euro, è ampio e diversificato. I gestori di tali fondi impiegano un'ampia gamma di strategie e tecniche di investimento e investono in tutta una serie di attività finanziarie e fisiche. Rientrano in questa categoria tra l'altro i fondi speculativi (*hedge fund*), i fondi di *private equity*, i fondi di materie prime, i fondi immobiliari e i fondi infrastrutturali. Alla luce dei rischi che comportano, gli investimenti in fondi di investimento alternativi sono limitati soprattutto agli investitori professionali.

Le attività dei loro gestori pongono una serie di rischi per i relativi investitori e controparti nonché per l'efficienza e la stabilità dei mercati finanziari (cfr. tabella 1). La natura e l'intensità di questi rischi varia in funzione del modello d'impresa. Ad esempio, i rischi macroprudenziali inerenti all'utilizzo della leva finanziaria sono principalmente legati alle attività dei fondi speculativi e dei fondi di materie prime; mentre i rischi inerenti alla *governance* delle società in portafoglio sono per lo più strettamente connessi ai fondi di *private equity*. Altri rischi sono tuttavia comuni ai gestori di tutti i tipi di fondi di investimento alternativi.

¹ Direttiva 85/611/CEE relativa agli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM)

Tabella 1: Panoramica delle principali aree di rischio

Rischi macroprudenziali (sistemici), riguardanti in particolare il ricorso alla leva finanziaria	<ul style="list-style-type: none"> • Esposizione diretta di banche di importanza sistemica (ad esempio i fornitori della leva finanziaria) al settore della gestione dei fondi di investimento alternativi • Effetti prociclici di comportamenti simili, delle concentrazioni dei rischi in particolari segmenti di mercato e del <i>deleveraging</i> ("forzato") trasmessi alle controparti attraverso i prezzi delle attività e la liquidità del mercato
Rischi microprudenziali	<ul style="list-style-type: none"> • Possibili carenze dei sistemi interni di gestione del rischio in relazione ai rischi di liquidità, al rischio di mercato, ai rischi di controparte (rischi di credito e di regolamento, specialmente nel caso delle vendite allo scoperto) ed ai rischi operativi
Protezione degli investitori	<ul style="list-style-type: none"> • Lacune nelle informazioni agli investitori in merito alla politica di investimento, alla gestione del rischio, ai processi interni, ecc. che ostacolano la diligenza dovuta • Conflitti di interessi ed errori nella <i>governance</i> dei fondi, in particolare rispetto alla retribuzione, alla valutazione e all'amministrazione
Efficienza e integrità del mercato	<ul style="list-style-type: none"> • Impatto della negoziazione dinamica e delle tecniche di vendita allo scoperto sul funzionamento del mercato • Possibilità di abusi di mercato in connessione con determinate tecniche, ad esempio la vendita allo scoperto
Impatto sul mercato per quanto riguarda il controllo societario	<ul style="list-style-type: none"> • Mancanza di trasparenza nell'acquisizione di partecipazioni in società quotate (ad esempio, tramite il ricorso al prestito di azioni, ai contratti differenziali) o azioni concertate in strategie "attivistiche".
Acquisizione del controllo di società da parte dei gestori di fondi di investimento alternativi	<ul style="list-style-type: none"> • Possibilità di disallineamento degli incentivi nella gestione delle società in portafoglio, in particolare in relazione all'utilizzo del finanziamento tramite indebitamento • Mancanza di trasparenza e di controllo pubblico delle società soggette ad acquisizione (<i>buy-out</i>)

La crisi finanziaria ha messo ulteriormente in evidenza il ruolo svolto dai gestori di fondi di investimento alternativi nei mercati finanziari. Anche se i gestori di fondi di investimento alternativi non sono la causa delle crisi, fatti recenti hanno messo sotto pressione il settore. Tentando di far fronte al disallineamento tra il grado di liquidità promesso agli investitori e l'illiquidità dei loro investimenti, molti gestori hanno registrato problemi di liquidità, che in taluni casi hanno determinato effetti negativi per il mercato in generale. Ad esempio la repentina liquidazione di ampie posizioni basate sulla leva finanziaria da parte di fondi speculativi in risposta alla stretta delle condizioni del credito e alle richieste di riscatto degli investitori ha avuto un impatto prociclico sul crollo dei mercati e può aver deteriorato la liquidità dei mercati.

Definizione del problema

La principale preoccupazione della presente valutazione dell'impatto è stabilire se le attuali disposizioni di regolamentazione e di vigilanza relative al settore dei gestori di fondi di investimento alternativi nell'UE rappresentino una base solida per monitorare e controllare tali rischi. In particolare la relazione considera se sia presa in adeguata considerazione la dimensione transfrontaliera, data la natura internazionale degli investitori e delle controparti dei gestori di tali fondi e il loro ruolo attivo nei mercati finanziari di tutta l'Europa.

Nonostante queste interconnessioni il quadro di regolamentazione relativo ai gestori di fondi alternativi è attualmente altamente frammentato. Pur essendo soggetti ad alcune disposizioni comunitarie di carattere trasversale, essi non sono disciplinati direttamente da alcuna

regolamentazione comunitaria. Ciò non significa che i gestori non siano regolamentati: molti sono soggetti a regolamentazione e vigilanza negli Stati membri in cui sono stabiliti. L'ambito di applicazione e il contenuto dei regimi nazionali variano tuttavia in misura significativa, ad esempio per quanto riguarda i requisiti inerenti alla registrazione e all'autorizzazione dei gestori, gli obblighi di informativa e le norme in materia di informazioni agli investitori e gestione dei rischi.

La relazione esamina due problemi connessi inerenti alla frammentazione normativa:

- in primo luogo la frammentazione normativa può **intralciare la regolamentazione, la vigilanza e la sorveglianza macroprudenziale dei gestori di fondi di investimento alternativi**, in quanto impedisce di tenere conto della dimensione transfrontaliera delle loro attività. Ne può conseguire un monitoraggio ed un controllo incompleti e non uniformi dei rischi macroprudenziali e microprudenziali e dei rischi gravanti sull'efficienza del mercato, nonché carenze nei dispositivi di tutela degli investitori.
- In secondo luogo, può altresì **impedire l'integrazione del mercato e lo sviluppo del mercato unico** ostacolando la distribuzione transfrontaliera dei prodotti dei gestori di fondi di investimento alternativi, impedendo loro di ottenere le economie di scala disponibili e agli investitori di diversificare i loro portafogli in modo ottimale.

La relazione giunge alla conclusione che, in un'ottica europea, l'attuale quadro di regolamentazione non costituisce una base organica o efficace per monitorare e rispondere ai rischi posti dai gestori di fondi di investimento alternativi alle loro controparti e al sistema finanziario. La dimensione europea dell'interesse pubblico che la regolamentazione e la vigilanza debbono tutelare non è presa sufficientemente in considerazione.

In particolare, l'assenza di un approccio coerente in materia di raccolta dei dati macroprudenziali rilevanti dai gestori di fondi di investimento alternativi (ad esempio in merito all'effetto leva e alle concentrazioni del rischio) e di un meccanismo efficace per lo scambio di queste informazioni tra le autorità macroprudenziali a livello europeo o mondiale è un ostacolo significativo per la sorveglianza macroprudenziale. L'assenza di uno standard uniforme in materia di vigilanza e di tutela regolamentare in tutta la UE è fonte di incertezza per gli investitori e le controparti.

Obiettivi:

Per rimediare a questi problemi, la relazione definisce un obiettivo principale: introdurre un quadro comunitario di regolamentazione e di vigilanza organico ed efficace per i gestori di fondi di investimento alternativi.

La relazione riconosce che poiché alcuni dei rischi descritti non riguardano esclusivamente il settore dei gestori di fondi di investimento alternativi, sono più opportune iniziative trasversali, in particolare misure riguardanti le vendite allo scoperto e la trasparenza di talune tecniche per l'acquisizione di diritti di voto in società quotate. La relazione rileva inoltre che altri elementi dell'ampio programma di riforme annunciato nella comunicazione al Consiglio europeo di primavera avranno effetti sul settore dei gestori di fondi di investimento alternativi.

Tuttavia molti altri rischi riguardano direttamente le attività dei gestori di fondi di investimento alternativi e in quanto tali giustificano una risposta mirata per raggiungere i seguenti obiettivi specifici:

- garantire che i gestori di fondi di investimento alternativi siano soggetti a requisiti appropriati in materia di autorizzazione e registrazione
- creare un quadro per il corretto monitoraggio dei rischi macroprudenziali
- monitorare e limitare adeguatamente i rischi microprudenziali

- elaborare un approccio comune in materia di tutela degli investitori professionali che investono in fondi di investimento alternativi
- rafforzare la responsabilità pubblica dei gestori di fondi di investimento alternativi che detengono partecipazioni di controllo in società
- sviluppare il mercato unico dei fondi di investimento alternativi
- garantire che le azioni siano proporzionate ai rischi posti e adeguatamente differenziate per tenere conto delle differenze dei modelli d'impresa dei gestori di fondi di investimento alternativi.

Quale tipo di azione è necessaria per raggiungere questi obiettivi?

Per determinare qual è la risposta più appropriata ai problemi identificati, la valutazione dell'impatto tratta una serie di questioni essenziali inerenti all'obiettivo e alla portata dell'azione prima di valutare a quale livello dovrebbe essere intrapresa tale azione.

Quali parti della catena di valore dovrebbe riguardare?

Dalla relazione risulta che il miglior modo per raggiungere gli obiettivi è un approccio mirato a livello dei gestori di fondi di investimento alternativi. Mentre il fondo è semplicemente una struttura giuridica per la messa in comune di attività e non ha vita economica propria, il gestore è responsabile di tutte le principali decisioni relative alla gestione del fondo, in particolare di quelle riguardanti gli investimenti; l'uso della leva finanziaria; la struttura di *governance* e i sistemi interni per la gestione del rischio e la prevenzione dei conflitti di interessi; la gestione delle relazioni con gli investitori, le controparti e le autorità di regolamentazione, compresa la comunicazione delle informazioni; l'organizzazione delle funzioni amministrative (compresa la valutazione), la custodia delle attività e l'audit, anche se tali funzioni sono delegate a terzi. I rischi si situano pertanto quasi esclusivamente a livello dei gestori di fondi di investimento alternativi.

Nella relazione si osserva tuttavia che un approccio mirato ai gestori dovrebbe essere integrato da controlli appropriati dei prestatori di servizi terzi (ad esempio i valutatori e i depositari). Una solida gestione del rischio di controparte da parte degli erogatori di prestiti è inoltre fondamentale per attenuare i rischi che i gestori comportano per il settore bancario.

Quale portata deve avere l'azione: deve essere mirata ai modelli d'impresa specifici dei singoli gestori o è preferibile un approccio più orizzontale?

La relazione esamina poi se l'azione debba avere per oggetto gli specifici modelli d'impresa dei gestori o debba basarsi invece su un approccio orizzontale riguardante il settore nel suo insieme. La conclusione cui giunge è che un approccio orizzontale sarebbe l'opzione preferibile, purché sia proporzionato e sensibile alle differenze tra i modelli d'impresa. Sarebbe difficile definire i singoli modelli d'impresa in modo preciso e giuridicamente solido e qualsiasi definizione creerebbe la possibilità di aggirare la regolamentazione. Inoltre, molti dei rischi ai quali queste azioni dovrebbero porre rimedio non sono limitati a singoli modelli d'impresa bensì riguardano più o meno tutto il settore dei gestori di fondi di investimento alternativi. Una copertura più ampia garantirebbe pertanto un controllo globale dei rischi.

La preferenza per una misura onnicomprensiva non implica che un approccio *passe-partout* sia appropriato. Una misura concepita in modo adeguato terrebbe conto delle differenze tra i

modelli d'impresa e conterrebbe disposizioni riguardanti specificamente i rischi posti da particolari attività.

Per garantire che l'azione sia efficace, in che misura la catena di valore dei fondi deve essere situata nell'UE?

I gestori di fondi di investimento alternativi dovrebbero essere stabiliti nell'UE affinché la regolamentazione e la sorveglianza della loro attività possano essere efficaci. Nella relazione si riconosce tuttavia che parti importanti della catena di valore del fondo risiedono spesso in giurisdizioni *off-shore*, in particolare il fondo stesso e importanti prestatori di servizi terzi.

Si ricorda inoltre che poiché i rischi si situano quasi esclusivamente a livello del gestore, il domicilio del fondo non compromette il raggiungimento degli obiettivi. Alcuni servizi forniti da terzi, ad esempio la valutazione e la custodia delle attività, sono fondamentali per la tutela degli investitori, ma nel caso di taluni tipi di gestori, sono spesso svolti *off-shore*. In questi casi, per dare una risposta adeguata ai rischi occorrerebbe porre in atto controlli efficaci per queste attività.

Qual è il livello appropriato dell'azione?

La relazione valuta cinque opzioni: status quo, autoregolamentazione, azione legislativa a livello nazionale, europeo o internazionale. La relazione giunge alla conclusione che misure giuridicamente vincolanti ed esecutive sono indispensabili per controllare e attenuare efficacemente i rischi inerenti ai gestori e garantire così un livello elevato di regolamentazione e sorveglianza in tutta la UE. Le norme elaborate dal settore potrebbero avere un ruolo nell'informare queste disposizioni e fornire orientamenti aggiuntivi al settore.

Gli Stati membri potrebbero in linea di massima rafforzare le proprie disposizioni di regolamentazione e di vigilanza e tentare di migliorare la cooperazione tra le giurisdizioni. Un approccio non coordinato rischierebbe tuttavia di non tenere conto della natura transfrontaliera dei rischi e accordi vincolanti in materia di cooperazione e scambio di informazioni potrebbero risultare insufficienti. Sarebbe inoltre impossibile garantire il rispetto delle libertà del mercato unico.

Si ritiene pertanto che un'azione legislativa a livello dell'UE presenti vantaggi evidenti, in termini sia di monitoraggio e controllo del rischio a livello paneuropeo, sia di creazione di un quadro sicuro per la distribuzione paneuropea dei fondi di investimento alternativi. Data la possibilità che i rischi si propaghino a livello internazionale, l'azione dell'UE dovrebbe essere coordinata con i provvedimenti internazionali adottati in questo settore. L'elaborazione di un quadro solido in Europa potrebbe servire come base per un dibattito ed uno scambio di informazioni a livello mondiale.

Sussidiarietà

Nella relazione si argomenta che l'azione europea in questo settore rispetterebbe il principio di sussidiarietà in virtù della natura intrinsecamente transnazionale del rischio e della necessità di un grado elevato di uniformità in materia di requisiti imposti ai gestori e di informazioni raccolte presso di loro. L'articolo 47, paragrafo 2, del trattato CE costituirebbe la base giuridica di tale azione.

Quanto alla scelta dello strumento, la direttiva garantirebbe un adeguato equilibrio tra assicurare l'armonizzazione delle misure fondamentali di controllo del rischio e consentire

agli Stati membri la flessibilità di incorporare tali disposizioni nel diritto nazionale. Un regime europeo garantirebbe altresì agli Stati membri la flessibilità di imporre requisiti supplementari ai gestori operanti solo a livello nazionale; e, se opportuno, prevedere un regime per la distribuzione di taluni tipi di fondi di investimento alternativi agli investitori al dettaglio.

Disposizioni di una potenziale proposta ed effetti previsti

La sezione finale della relazione esamina in che modo l'azione in questo settore potrebbe essere strutturata per essere proporzionata ai rischi ed evitare di creare oneri amministrativi eccessivi.

Disposizioni generali

La relazione descrive un insieme di disposizioni generali che devono essere applicate a tutti i gestori di fondi di investimento alternativi. Tra di esse rientrano i requisiti di autorizzazione volti a garantire all'autorità competente che il gestore possiede i criteri di onorabilità e competenza, detiene capitale sufficiente e ha adottato disposizioni adeguate tra l'altro in materia di gestione del rischio, valutazione, custodia delle attività, audit e gestione dei conflitti di interesse. Disposizioni aggiuntive mirerebbero ad assicurare che i gestori forniscano informazioni appropriate e tempestive agli investitori in merito alla politica di investimento, alle tariffe ed ai sistemi interni; e alle autorità di regolamentazione sulla natura del fondo gestito e sulle principali posizioni e concentrazioni di rischio. A condizione che vengano rispettati questi requisiti, i gestori avrebbero il diritto di fornire i loro servizi in tutti gli Stati membri (previa notifica) e di commercializzare il fondo gestito agli investitori professionali in tutta l'UE.

Per essere proporzionati, questi obblighi si applicherebbero solo ai gestori che gestiscono fondi dotati di almeno 250 milioni di euro. Per i gestori di fondi più piccoli, l'onere amministrativo aggiuntivo e l'onere per le autorità di vigilanza sarebbero nettamente superiori al vantaggio marginale in termini di attenuazione dei rischi inerenti alle loro attività.

Disposizioni relative a talune attività

Oltre alle disposizioni generali, un certo numero di disposizioni si applicherebbero solo ai gestori di fondi di investimento alternativi che esercitano taluni tipi di attività. Tali disposizioni terrebbero conto delle differenze tra i modelli d'impresa dei gestori e sarebbero adeguate ai rischi posti. In particolare:

- **i gestori che utilizzano sistematicamente la leva finanziaria** e in misura rilevante sarebbero tenuti a fornire informazioni aggiuntive agli investitori e dovrebbero presentare una relazione alle autorità competenti in merito al ricorso alla leva finanziaria; e
- per i **gestori che acquistano partecipazioni in società**, scatterebbero requisiti di informazione aggiuntivi quando un fondo ha raggiunto una partecipazione di controllo in una società (non PMI); se un gestore ritira una società dal listino, continuerebbero ad applicarsi temporaneamente gli obblighi di informativa previsti per le società quotate.

Oneri amministrativi

I requisiti della misura proposta imporrebbero alcuni oneri amministrativi ai gestori. Il costo aggiuntivo dipenderebbe principalmente dai requisiti nazionali già esistenti nel paese di

origine. Questi costi aggiuntivi a carico dei gestori di fondi (e delle loro autorità di vigilanza) sarebbero giustificati dal rafforzamento della vigilanza e dai vantaggi sotto il profilo della prestazione transfrontaliera di servizi e della commercializzazione dei fondi agli investitori professionali previa semplice notifica.

A causa delle incertezze relative ai costi, è impossibile valutare o quantificare precisamente l'impatto della proposta sulla competitività dei gestori aventi sede nell'UE.