

GIORGIO DI GIORGIO e MARIO STELLA RICHTER (a cura di)

**LA REGOLAMENTAZIONE
DEI FONDI COMUNI:
UNA ANALISI COMPARATA**



I QUADERNI DI MINERVA BANCARIA

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA

COMITATO SCIENTIFICO (*Editorial board*)

PRESIDENTE (*Editor*):

GIORGIO DI GIORGIO, Università LUISS - Guido Carli, Roma

MEMBRI DEL COMITATO (*Associate Editors*):

ADALBERTO ALBERICI, Università di Milano

PIETRO ALESSANDRINI, Università Politecnica delle Marche

PAOLO ANGELINI, Banca d'Italia

PIERFRANCESCO ASSO, Università di Palermo

CONCETTA BRESCIA MORRA, Università del Sannio

FRANCESCO CANNATA, Banca d'Italia

ALESSANDRO CARRETTA, Università di Roma, Tor Vergata

NICOLA CETORELLI, Federal Reserve Bank of New York

FABIANO COLOMBINI, Università di Pisa

MARIO COMANA, Università LUISS - Guido Carli Roma

RITA D'ECCLESIA, Università di Roma, Sapienza

GIAMPAOLO DELL'ARICCIA, International Monetary Fund

GIANNI DE NICOLÒ, International Monetary Fund

CARMINE DI NOIA, Assonime

LUCA ENRIQUES, Università LUISS - Guido Carli, Roma

GIOVANNI FERRI, LUMSA

LUCA FIORITO, Università di Palermo

FABIO FORTUNA, Università N. Cusano

MICHELE FRATIANNI, Indiana University

EUGENIO GAIOTTI, Banca d'Italia

GUR HUBERMANN, Columbia University

RAFFAELE LENER, Università di Roma, Tor Vergata

DONATO MASCIANDARO, Università Bocconi, Milano

FABRIZIO MATTESINI, Università di Roma, Tor Vergata

PINA MURÈ, Università di Roma, Sapienza

FABIO PANETTA, Banca d'Italia

ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università del Molise

ZENO ROTONDI, Unicredit Group

ANDREA SIRONI, Università Bocconi, Milano

MARIO STELLA RICHTER, Università di Roma, Tor Vergata

MARTI SUBRAHMANYAM, New York University

ALBERTO ZAZZARO, Università Politecnica delle Marche

Comitato Accettazione Saggi e Contributi:

Giorgio Di Giorgio (*editor in chief*) - Alberto Pozzolo (*co-editor*)

Mario Stella Richter (*co-editor*) - Domenico Curcio (*assistant editor*)

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA
«FRANCESCO PARRILLO»

PRESIDENTE

CLAUDIO CHIACCHIERINI

VICE PRESIDENTI

MARIO CATALDO - GIOVANNI PARRILLO

CONSIGLIO

TANCREDI BIANCHI, GIAN GIACOMO FAVERIO, ANTONIO FAZIO,
GIUSEPPE GUARINO, PAOLA LEONE, ANTONIO MARZANO, FRANCESCO MINOTTI,
PINA MURÈ, FULVIO MILANO, ERCOLE P. PELLICANO',
CARLO SALVATORI, MARIO SARACINELLI, FRANCO VARETTO

SOMMARIO

Introduzione	5
FRANCESCO M. DE ROSSI La disciplina europea dei fondi comuni di investimento	11
MIRTA MUSOLINO L'industria del risparmio gestito in Italia	59
CONCETTA BRESCIA MORRA, LORENZA FURGIUELE, LUITGARD SPÖGLER Una analisi comparata delle regole dei principali paesi europei in materia di fondi comuni di investimento.....	99
Conclusioni	149

INTRODUZIONE

Il mercato del risparmio gestito, che negli anni '90 era stato caratterizzato da una crescita impetuosa, nell'ultimo decennio è stato interessato da distinte dinamiche locali influenzate da una molteplicità di fattori, tra cui ovviamente rilevano le recenti crisi finanziarie e le risposte, individuali o coordinate, che i singoli Paesi hanno elaborato. Nella maggior parte degli Stati industrializzati l'incidenza del patrimonio degli investitori istituzionali sulle attività finanziarie delle famiglie ha visto crescere la componente dovuta a prodotti assicurativi e a fondi pensione. L'industria del risparmio gestito è stata caratterizzata da periodi di raccolta netta negativa sia nell'area dell'euro che negli USA, a fronte di risultati migliori nel Regno Unito.

Con riferimento all'Unione Europea, è possibile affermare che, nonostante alcuni importanti progressi, il mercato del risparmio gestito non risulti ancora pienamente integrato. Permangono numerose e rilevanti differenze dovute – oltre che a diversi regimi legali, fiscali e regolamentari – ad approcci e prassi di vigilanza distinti.

Nel settore dei fondi comuni c.dd. *retail*, il recepimento della Direttiva UCITS IV e la graduale costruzione di una nuova architettura europea di regolamentazione e vigilanza nel settore dell'intermediazione finanziaria rappresentano passi decisivi verso una più compiuta armonizzazione e favoriscono una maggiore integrazione del sistema finanziario. Un ulteriore impulso al rafforzamento del mercato europeo delle gestioni collettive del

risparmio deriverà dall'attuazione da parte degli Stati dell'Unione Europea della Direttiva sui gestori di fondi alternativi (c.d. AIFMD), incentrata, al pari della Direttiva UCITS IV, sul meccanismo del "passaporto" europeo del gestore e del prodotto, ma con una importante differenza: l'assenza di una regolamentazione dei "fondi alternativi", che sono pertanto lasciati alla regolamentazione degli Stati di "origine".

Allo stesso tempo, tali iniziative legislative comunitarie evidenziano anche che l'intero processo necessita di essere governato politicamente ai massimi livelli, per evitare che la possibilità di operare in tutto il territorio europeo con il "passaporto" rilasciato dal Paese d'origine determini indesiderati effetti distorsivi. In particolare, vi è il rischio che le aperture realizzate per effetto del meccanismo del "passaporto" inducano concentrazioni eccessive del *business* e si possano realizzare effetti distorsivi nel mercato della gestione collettiva del risparmio in giurisdizioni che potrebbero essere non sufficientemente attrezzate e soprattutto non adeguatamente responsabili (*accountable*) nei confronti degli investitori di altri Stati dell'Unione e dell'intero sistema europeo.

Questa riflessione, valida in generale, è particolarmente rilevante nel caso di alcuni prodotti, come i fondi di investimento attivi sul mercato monetario (che per certi aspetti sono assimilabili ai depositi bancari), che presentano problematiche specifiche dal punto di vista del contributo al rischio sistemico, e che, data la struttura attuale dei rendimenti, tendono naturalmente a concentrarsi in aree privilegiate sia dal punto di vista fiscale sia da quello della efficiente (e cioè meno costosa) attività di *compliance*. Andranno quindi individuate soluzioni in grado di assicurare, da un lato, un elevato grado di tutela del risparmio, in qualunque "fabbrica" europea esso venga canalizzato, e, dall'altro, il rafforzamento del settore del risparmio gestito quale strumento essenziale per il sostegno allo sviluppo, accanto al sistema bancario.

L'industria del risparmio gestito, in Italia, vede ormai da diversi anni contrarsi le masse dei fondi comuni, a fronte di una tenuta migliore delle gestioni patrimoniali (individuali e istituzionali). E' stato più volte osservato che un fattore frenante rispetto alla crescita del settore è costituito dalla struttura prevalentemente *captive* del mercato, caratterizzato da una forte presenza di operatori che agiscono all'interno di gruppi bancari e assicurativi. Per un verso, il collocamento dei fondi di investimento all'interno di gruppi li espone alla concorrenza "interna" di altri prodotti emessi e collocati nello stesso gruppo, in particolare obbligazioni (variamen-

te strutturate) o polizze assicurative a contenuto gestorio; tutti prodotti tendenzialmente di natura più opaca, meno innovativa e caratterizzati da scarsa liquidità e liquidabilità, ma capaci di generare ricavi immediati di sicuro interesse sia per l'emittente che per la sua rete di distribuzione. Per altro verso, il collegamento privilegiato (e a volte esclusivo) con la struttura distributiva di gruppo frena la portata innovativa delle fabbriche del prodotto e limita l'emergere di eccellenze. Ne deriva la riduzione delle possibilità di sfruttare a pieno le economie di scala, che potrebbero invece condurre a costi minori per la clientela finale.

La scarsa presenza di soggetti gestori indipendenti è l'altra conseguenza del peso preponderante dei gruppi, in cui, naturalmente, viene premiata la relazione con il cliente appartenente alle strutture distributive (banche, agenzie, reti di promotori). Per *asset manager* indipendenti, l'appropriazione di una fetta consistente dei ricavi da parte delle strutture distributive costituisce una rilevante barriera all'entrata, erode risorse che potrebbero essere destinate alla ricerca di soluzioni gestorie innovative, svilisce le attività *core* della filiera del servizio gestorio (ad es. attività di analisi e ricerca su mercati ed emittenti, *scouting* delle opportunità di investimento).

Altri disincentivi all'ingresso nel nostro mercato si rinvengono nel sistema regolamentare che, nonostante il processo di armonizzazione, presenta ancora differenze rispetto a quello degli altri ordinamenti europei. Se la differenza più evidente è rappresentata dal requisito di un ammontare di capitale minimo iniziale molto più elevato rispetto a quello fissato nelle direttive europee, altri due aspetti sembrano avere un peso ancora più rilevante nelle scelte degli intermediari su dove insediare la sede principale: la snellezza nei rapporti con le autorità di vigilanza e la effettiva graduazione delle regole in funzione del principio di proporzionalità. Quest'ultimo viene applicato in maniera limitata nel nostro ordinamento (senza sfruttarne appieno tutti i potenziali vantaggi) specie con riguardo all'attività di intermediari "specializzati", i quali offrono prodotti non destinati al pubblico indistinto dei risparmiatori e che difficilmente potrebbero produrre conseguenze negative di carattere sistemico in caso di difficoltà.

Le differenze regolamentari evidenziate scoraggiano, in particolare, operatori "piccoli" che potrebbero invece dedicarsi con successo a pochi prodotti di nicchia e riservati esclusivamente a investitori istituzionali o altamente qualificati e contribuisce a localizzare altrove in Europa pezzi di *business* che potrebbero invece svilupparsi "in casa".

In questo lavoro, dopo aver richiamato i tratti salienti dell'evoluzione normativa di riferimento in Europa e le principali dinamiche dell'industria del risparmio gestito, si adotta un approccio di tipo comparatistico per analizzare i fattori potenzialmente penalizzanti nella struttura regolatoria e nelle prassi di vigilanza vigenti. Non necessariamente le differenze individuate devono portare a rendere meno rigorosa la nostra disciplina, ma è abbastanza ovvio che occorre impegnarsi, in sede europea e attraverso misure legislative nazionali, affinché queste divergenze non rendano di fatto poco attraente lo sviluppo del mercato dei fondi comuni in Italia rispetto ad altre piazze.

Una maggiore armonizzazione, oltre che nelle regole primarie, nelle prassi di vigilanza sembra auspicabile. Così come ci sembra opportuno segnalare l'obiettivo di progredire rapidamente nell'adozione di politiche a sostegno della creazione di un mercato molto più vasto di sottoscrittori di fondi su mercati regolamentati e trasparenti. Sebbene in Italia le piccole e medie imprese abbiano un peso superiore alla media europea, le nostre imprese sono molto poco aperte alla raccolta "esterna" di capitale di rischio: il mercato azionario è piccolo, le emissioni di obbligazioni societarie sono limitate alle grandi realtà imprenditoriali, molte delle quali finanziarie. Ci sembra che le recenti iniziative in tema di impulso a un ricorso più frequente al mercato obbligazionario per le piccole e medie imprese vadano portate avanti con maggior vigore, anche nell'ottica di una graduale minore (e più onerosa) offerta di finanziamenti bancari implicita nel percorso di Basilea 3.

Ugualmente auspicabile è lo sviluppo di gestori di fondi comuni specializzati in finanza di impresa, sia per quello che riguarda la componente di *equity* sia per quello che riguarda la componente di *debt*, dotati di evidenti competenze settoriali e pronti a competere sul mercato domestico ed europeo. L'evidenza attuale indica che i gestori italiani di tipologia *equity* specializzati in pmi sono in numero molto ridotto (9) rispetto alla Francia (61) e al Regno Unito (57). L'apertura delle nostre imprese a una sana "finanza esterna" dovrebbe allentare i vincoli finanziari e potrebbe fornire nuova linfa al mercato dei fondi comuni di investimento mobiliari; un prodotto, questo, che offre comunque garanzie soddisfacenti in termini di trasparenza e affidabilità.

In relazione all'auspicabile convergenza negli standard di *compliance* e nelle prassi di vigilanza, crediamo sia opportuno sottolineare di nuovo che la Direttiva UCITS IV consente ad ogni operatore dotato di "passaporto"

di raccogliere risparmio in tutta l'Unione, anche attraverso la creazione di veri e propri bacini di raccolta del risparmio, sotto forma di fondi *feeder* dislocati in diversi Stati dell'Unione e resi più attraenti per il mercato locale attraverso una licenza e un marchio locale, mantenendo tuttavia la sede dalla "fabbrica" in uno stesso Stato dell'Unione, verso la quale sarà canalizzata la raccolta "estera".

Non è difficile prevedere una massiccia e rapida adesione agli schemi prospettici e alle regole più efficienti, anche nell'ottica di riferirsi a un mercato potenzialmente molto più ampio di quello esclusivamente "domestico". Si tratta di un tipico caso di *network externality*, oggi già in azione a favore, ad esempio, della piazza lussemburghese. E' possibile che questo meccanismo tenda a ridurre, ai fini dello sviluppo dei fondi di diritto italiano, il fattore positivo costituito dalla rimozione degli svantaggi fiscali impliciti nella precedente struttura della tassazione dei proventi del fondo.

L'organizzazione del lavoro è semplice. Nel capitolo 1 si descrive la regolamentazione europea dei fondi comuni di investimento. Nel capitolo 2 si analizzano le principali dinamiche evolutive settoriali in Italia e in Europa. L'analisi comparatistica è sviluppata nel capitolo 3.

CONCLUSIONI

Il lettore che abbia sino a qui pazientemente seguito quanto in precedenza scritto può trascurare questa pagina conclusiva, che non fornisce dati o elementi ulteriori né propone considerazioni nuove. Coloro i quali – e saranno i più – abbiano invece scelto di “saltare alle conclusioni” siano, invece, avvertiti di quel che segue.

Nella prima parte del presente lavoro si è esposto nel dettaglio l’attuale quadro di regolamentazione europea dei fondi comuni di investimento mobiliare. Si tratta di un quadro in costante evoluzione che si caratterizza per un progressivo intento armonizzatore di nuovi settori (da ultimo con riguardo ai gestori di fondi comuni di investimento alternativi) e che tuttora consente ancora ai diversi Stati membri di regolare il risparmio gestito in modo sufficientemente diverso da permettere l’instaurarsi di arbitrag-

gi normativi e concorrenza tra ordinamenti, alcuni dei quali chiaramente competono per attrarre l'insediamento dei centri di produzione dei prodotti del risparmio gestito.

Nella seconda parte dello studio si è descritta la realtà economica dell'industria del risparmio gestito in Italia e in Europa, distinguendo la consistenza dei singoli mercati nazionali e le relative tendenze e segnalando, altresì, la concorrenza che l'industria del risparmio gestito subisce da parte di altre forme di investimenti (obbligazioni strutturate e polizze assicurative a contenuto gestorio).

Sulla base della ricostruzione della realtà normativa ed economica che connota attualmente i fondi comuni di investimento mobiliari, la terza parte dello studio si è incaricata di chiarire in cosa consistano le differenze tra i diritti dei più significativi Stati membri dell'Unione. I Paesi presi in considerazione sono la Germania, la Francia, la Spagna, il Regno Unito, l'Irlanda e il Lussemburgo.

In sintesi, i singoli diritti nazionali convergono in punto di: controlli sul gestore e sul depositario; disciplina del procedimento di autorizzazione del gestore e struttura dei relativi presupposti (ma nella definizione puntuale dei singoli requisiti si riscontrano differenze significative); attenzione alla concentrazione dei rischi e disciplina dell'oggetto dell'investimento e dei controlli interni; controlli sulla redazione del prospetto; previsione di controlli sulla struttura organizzativa del gestore; regole per la gestione dei conflitti di interessi.

Viceversa, significative differenze si rintracciano: (i) in materia di specifiche condizioni per il rilascio dell'autorizzazione alla società di gestione (in particolare, è importante segnalare come la posizione dell'Italia si distingua per fissare requisiti di capitalizzazione minima assai più elevati di quelli richiesti in tutti gli altri ordinamenti presi in esame); (ii) in punto di autorità amministrativa competente ai fini della regolamentazione e della vigilanza, dal momento che, se nella maggior parte degli ordinamenti esaminati i controlli sui fondi sono affidati a una sola autorità, in Italia permane una divisione delle competenze tra Banca d'Italia e Consob in ragione di un tendenziale riparto di funzioni; (iii) in materia di scelta del depositario e ampiezza dei suoi compiti.

L'indagine comparatistica ha poi permesso di verificare come, in ordine ai requisiti richiesti per l'esercizio dell'attività di gestione, gli ordinamenti nazionali non riservino un particolare spazio di operatività al principio di proporzionalità. Ciò si è potuto constatare sia rispetto alla eventuale di-

versa articolazione dei requisiti di autorizzazione del gestore in funzione della minor complessità dell'attività svolta, sia con riferimento alla dimensione dei patrimoni gestiti.

Inoltre, si è constatato che anche l'esercizio discrezionale dei controlli da parte delle autorità di vigilanza nazionale conduce a esiti molto diversi tra loro. In questa prospettiva, assumono particolare rilievo differenze in punto di: (i) scelta dell'ampiezza dei poteri e della profondità di analisi della supervisione nel procedimento di autorizzazione; (ii) durata effettiva dei procedimenti di autorizzazione (considerata anche l'esistenza di poteri di interruzione e sospensione dei procedimenti); (iii) verifica della solidità patrimoniale degli azionisti; (iv) analisi di prodotti innovativi o complessi offerti; (v) metodi e sistemi di supervisione e vigilanza (in alcuni paesi è adottato un approccio mirato al controllo dei rischi, che comporta un processo di analisi e valutazione approfondito, non solo delle condizioni patrimoniali e organizzative degli intermediari, ma che si spinge a verificare le prospettive reddituali e di posizionamento sul mercato; in altri paesi la supervisione si limita al riscontro dei requisiti e delle condizioni stabilite dalla legge e dalle norme regolamentari); (vi) poteri di intervento in caso di crisi dell'intermediario.

Editrice Minerva Bancaria s.r.l.

DIREZIONE E REDAZIONE: Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma
e.mail: redazione@rivistabancaria.it

AMMINISTRAZIONE: EDITRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.
presso P&B Gestioni Srl, Via di Villa Massimo, 29 - 00161 – Roma -
Tel. +39 06 45437321- Fax +39 06 45437325
e.mail: amministrazione@rivistabancaria.it

Il contenuto del presente Quaderno rispecchia soltanto il pensiero
degli Autori e non impegna la Direzione della Rivista.
È vietata la riproduzione senza preventivo consenso della Direzione.

Fotocomposizione, stampa e allestimento
Stilgrafica - Roma

Finito di stampare nel mese di marzo 2014