



COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE

Bruxelles, 30.4.2009
SEC(2009) 557

DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE

che accompagna la

**comunicazione della Commissione
relativa ai prodotti di investimento al dettaglio preassemblati**

**SINTESI DELLA RELAZIONE SULLA VALUTAZIONE DELL'IMPATTO
RELATIVA AI PRODOTTI DI INVESTIMENTO AL DETTAGLIO
PREASSEMBLATI**

{COM(2009) 204 definitivo}
{SEC(2009) 556}

DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE

che accompagna la

comunicazione della Commissione
relativa ai prodotti di investimento al dettaglio preassemblati

SINTESI DELLA RELAZIONE SULLA VALUTAZIONE DELL'IMPATTO RELATIVA AI PRODOTTI DI INVESTIMENTO AL DETTAGLIO PREASSEMBLATI

{COM(2009) 204 definitivo}
{SEC(2009) 556}

I prodotti di investimento al dettaglio preassemblati ("*packaged*") consentono agli investitori al dettaglio di accedere facilmente ai mercati finanziari. La regolamentazione relativa a tali prodotti deve creare un quadro solido e coerente atto a garantire che gli investimenti al dettaglio avvengano in modo efficace e responsabile. La crisi finanziaria ha confermato drammaticamente l'importanza della trasparenza dei prodotti finanziari ed i costi potenziali delle vendite irresponsabili. Il crollo della fiducia degli investitori ha sottolineato quanto sia urgente porre in essere il giusto quadro di regolamentazione per assicurare che la fiducia possa essere ricostruita su basi solide.

In tutta l'Unione europea gli investitori al dettaglio possono acquistare una gamma di prodotti di investimento "preassemblati" che offrono la prospettiva di rendimenti finanziari a medio/lungo termine e sono basati su una combinazione di esposizioni sui mercati finanziari. Tali prodotti comprendono:

- fondi di investimento;
- titoli strutturati;
- polizze di assicurazione vita *unit-linked*; e
- depositi a termine strutturati.

Il mercato globale di tali prodotti è molto rilevante, con un valore stimato a fine 2007 a 10 000 miliardi di euro, sebbene l'importo investito sia sceso a causa della crisi finanziaria.

Pur presentando forme giuridiche diverse, tali prodotti svolgono una funzione economica comparabile per gli investitori al dettaglio. In un mercato ben funzionante, la concorrenza tra le famiglie di prodotti di investimento al dettaglio preassemblati può promuovere un'allocazione efficiente delle risorse, incentivando i produttori a creare e vendere prodotti che si adattano ai profili dei potenziali investitori.

I mercati di questi prodotti sono tuttavia caratterizzati da una marcata asimmetria d'informazione tra gli artefici ed i distributori dei prodotti, da un lato, e gli investitori al dettaglio, dall'altro, ed i conflitti inerenti al rapporto di agenzia per coloro che vendono i prodotti agli investitori al dettaglio. A livello micro, questi fallimenti di mercato procurano

danni all'investitore in caso di vendita o acquisto inadatti. A livello macro vi è il rischio che gli investitori si allontanino dai mercati, con serie conseguenze per i mercati stessi e la capacità degli individui a garantirsi un futuro finanziario.

Per rimediare a tali carenze sono state poste in atto regolamentazioni a livello europeo e nazionale. Sono due i loro obiettivi centrali: garantire che gli investitori ricevano informazioni precontrattuali efficaci sui prodotti e che le procedure di vendita siano corrette. La regolamentazione a livello europeo ha avuto uno sviluppo ampiamente settoriale. Le regole applicabili variano in funzione della forma giuridica del prodotto e dello status giuridico della persona che lo vende. In taluni settori e per taluni prodotti non vi sono regole applicabili a livello europeo.

Di fatto, vi è un mosaico di norme europee per diversi prodotti di investimento al dettaglio preassemblati ed i relativi canali di distribuzione.

Questa situazione ha provocato diffuse preoccupazioni circa l'uniformità del diritto comunitario. Esistono differenze significative per quanto riguarda il livello di tutela degli investitori da un settore all'altro, e non vi è parità di condizioni di concorrenza per gli artefici e i distributori di tali prodotti. In taluni Stati membri le autorità di vigilanza hanno adottato misure, laddove consentito dal diritto comunitario, per rafforzare la tutela degli investitori e garantire parità di condizioni di concorrenza laddove hanno constatato l'insufficienza dei requisiti comunitari.

I loro interventi hanno avuto tuttavia necessariamente una portata geografica limitata e non sono stati coordinati, il che ha determinato ulteriori divergenze normative e, almeno in linea di principio, un ostacolo aggiuntivo allo sviluppo di un mercato unico per questi prodotti.

Nella presente valutazione dell'impatto vengono esaminate due questioni: questo mosaico di norme rischia realmente di danneggiare gli investitori e creare di distorsioni del mercato? In caso affermativo, è necessario un intervento a livello europeo e quale forma generale dovrebbe assumere?

Aspetti procedurali

Il lavoro della Commissione sui prodotti di investimento al dettaglio preassemblati ha origine da una richiesta del Consiglio ECOFIN del maggio 2007 di esaminare la coerenza della regolamentazione comunitaria in materia di informazione e distribuzione per i diversi tipi di prodotti di investimento al dettaglio preassemblati.

Abbiamo organizzato un'ampia consultazione delle parti interessate, comprendente un invito scritto a presentare contributi nell'ottobre 2007, un documento di feedback nel marzo 2008, un workshop tecnico con i rappresentanti del settore nel maggio 2008 ed un'audizione pubblica ad alto livello nel luglio 2008, che ha riunito oltre 300 alti rappresentanti degli operatori del settore, delle associazioni dei consumatori, delle autorità nazionali di regolamentazione e delle istituzioni europee per discutere dello sviluppo del mercato e dei rischi potenziali per gli investitori al dettaglio.

Nella misura in cui verrà riconosciuta la necessità di provvedimenti europei, sarà necessario un ulteriore lavoro di valutazione dell'impatto per identificare le misure specifiche necessarie e i loro costi e vantaggi.

L'impatto del problema generale e le argomentazioni che giustificano un intervento a livello europeo

Come si è manifestato concretamente il problema generale suindicato? Quali sono i costi per l'economia e la società europea e chi li sostiene?

L'assenza di un approccio coerente in materia di informazione e regolamentazione degli intermediari a livello dell'UE determina tre problemi:

- in primo luogo il livello di tutela degli investitori garantito dalle regole comunitarie non è sufficientemente elevato per tutti i prodotti in questione;
- in secondo luogo le differenze tra le norme comunitarie falsano la concorrenza nel mercato a favore di prodotti "meno regolamentati"; le differenze tra le norme comunitarie possono incentivare l'arbitraggio regolamentare, amplificando in tal modo il rischio indicato in precedenza che gli investitori subiscano un danno;
- in terzo luogo, gli approcci nazionali divergenti in materia di informazione e distribuzione derivanti dalla mancanza di coordinamento delle misure adottate dagli Stati membri per rimediare alle carenze e alle incoerenze del diritto comunitario aumentano gli ostacoli al commercio transfrontaliero e allo sviluppo di un mercato unico dei prodotti di investimento al dettaglio preassemblati, con effetti concomitanti sull'efficienza e le dimensioni del mercato.

Gli investitori possono subire un pregiudizio sia a livello micro che a livello macro. A livello micro, gli investitori possono perdere dei soldi o fare investimenti con aspettative errate circa i probabili rendimenti; a livello macro, vi può essere un'erosione della fiducia nei mercati degli investimenti al dettaglio. L'arbitraggio regolamentare tra i diversi tipi di prodotti può accentuare questi effetti mettendo a repentaglio la competitività del mercato; dato l'impatto aggiuntivo dei persistenti ostacoli al commercio transfrontaliero, una conseguenza globale sarebbe una maggiore inefficienza nell'allocazione delle risorse.

I pareri degli esperti e le esperienze delle parti interessate corroborano la tesi che questi problemi stiano effettivamente causando in pratica un pregiudizio per gli investitori e, in misura minore, provochino distorsioni di mercato e riducano gli scambi transfrontalieri. La frequenza di vendite e acquisti inadatti in diversi paesi indica che i rischi per gli investitori si stanno concretizzando.

Gli sforzi compiuti unilateralmente da alcuni Stati membri per far fronte a tali rischi tramite regolamentazioni locali sono un chiaro indice della gravità e dell'importanza di tali problemi. Taluni Stati membri si sono altresì adoperati per ridurre il potenziale di arbitraggio regolamentare tra diversi canali di distribuzione e tipi di prodotti. Tali interventi unilaterali a livello di Stato membro difficilmente possono avere un impatto rilevante sulle prospettive degli scambi transfrontalieri o sugli standard globali di tutela degli investitori, data la loro portata geografica limitata. Le parti interessate hanno altresì indicato che la mancanza di coordinamento produce costi aggiuntivi per gli operatori di mercato che distribuiscono i prodotti in più Stati membri. Gli effetti degli interventi sul commercio transfrontaliero possono essere tuttavia minori, giacché vi sono altri fattori che possono limitare la portata di tale commercio per taluni prodotti.

Tuttavia, anche se l'accento è posto unicamente sui mercati locali, il mosaico di norme a livello europeo e la disparità di posizioni nazionali che ne derivano possono sempre danneggiare gli investitori e contribuire all'arbitraggio regolamentare. Ciò è dovuto al fatto che i provvedimenti degli Stati membri sono inquadrati in misura più o meno grande dalla legislazione comunitaria. Le differenze di approccio all'interno del diritto comunitario portano inevitabilmente ad un quadro normativo frammentato all'interno dei mercati nazionali, con norme diverse da un prodotto all'altro. Per questa ragione le lacune nella tutela degli investitori e l'esistenza di condizioni di concorrenza disuniformi sono problemi europei tanto quanto se non più di quanto non siano problemi di mercato locali.

Le probabili conseguenze della mancata adozione di ulteriori interventi

Se a livello europeo non viene adottata alcuna misura per porre rimedio ai predetti problemi, questi ultimi persisteranno. Ciò non significa che il quadro normativo resterebbe invariato. È ragionevole presumere che taluni Stati membri potrebbero procedere ad ulteriori interventi, in particolare a causa della crisi finanziaria. Tali interventi potrebbero contribuire alla risoluzione dei primi due problemi individuati all'interno degli Stati membri in questione, sebbene i vincoli imposti dal diritto comunitario potrebbero limitarne gli effetti.

Detti interventi aggraverebbero altresì le divergenze tra gli approcci regolamentari da uno Stato membro all'altro e rischierebbero pertanto di ostacolare gli scambi transfrontalieri e di complicare ulteriormente il quadro normativo. Inoltre, essendo improbabile che tutti gli Stati membri prendano provvedimenti unilaterali, taluni mercati resterebbero privi di una regolamentazione adeguata.

È anche probabile che senza un ulteriore impulso dell'UE continuerebbero ad emergere iniziative di autoregolamentazione. Sono in corso lavori paralleli a livello dell'UE per attenuare i problemi in taluni settori. (Si tratta in particolare della revisione della direttiva sul prospetto e possibilmente di altre direttive settoriali; dell'elaborazione delle "informazioni essenziali per gli investitori" nel settore degli OICVM; dei lavori per il miglioramento dell'educazione finanziaria, di concerto con gli Stati membri; e del riesame della direttiva concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori e la direttiva sull'intermediazione assicurativa. A queste iniziative si aggiungono tutti i lavori più ampi volti a migliorare la regolamentazione dei servizi finanziari che saranno probabilmente intrapresi a seguito della crisi finanziaria.)

Tuttavia queste iniziative rischiano di accentuare le incoerenze a livello europeo in assenza di un coordinamento, senza peraltro colmare i vuoti normativi. I problemi esposti in precedenza non sarebbero realmente affrontati in tutti gli Stati membri per tutti i segmenti di mercato. In breve, le risposte alle sfide evidenziate nella valutazione d'impatto devono essere ispirate ad un approccio globale coerente.

Obiettivi

A partire dall'analisi dei problemi, le diverse opzioni sono valutate in funzione della loro capacità di garantire:

- un livello elevato e coerente di tutela degli investitori per tutti i prodotti e tutti i canali di distribuzione, compresi quelli che non sono attualmente soggetti a norme comunitarie in materia di informazione e distribuzione; gli investitori dovrebbero essere in grado di prendere decisioni informate in materia di investimenti e di comparare effettivamente

diverse offerte di prodotti, potendo nel contempo fare affidamento sulle consulenze che ricevono;

- parità di condizioni di concorrenza per tutti i tipi di prodotti di investimento al dettaglio preassemblati, compresa la loro distribuzione; e
- il rafforzamento del mercato unico dei prodotti di investimento al dettaglio preassemblati.

Analisi delle opzioni

Innanzitutto viene individuata una serie di possibili azioni a livello UE che vengono poi raffrontate ad uno scenario di riferimento che consiste nell'assenza di un intervento supplementare. L'analisi è necessariamente di livello generale e per lo più di natura qualitativa. Per supportare l'eventuale lavoro di follow up legislativo convenuto sarà necessaria una valutazione d'impatto più dettagliata e raffinata, che presupporrà anche la raccolta di ulteriori dati.

Le opzioni vengono esaminate separatamente in relazione ai due principali ambiti normativi individuati (regole in materia di informazioni obbligatorie e vendite). Vi sono tuttavia sinergie tra i due ambiti - è probabile che un pacchetto di opzioni che riunisca misure sulle informazioni precontrattuali e sulle pratiche di vendita avrebbe vantaggi superiori a quelli di ciascuna delle due categorie esaminata singolarmente.

Le opzioni individuate e analizzate in entrambi gli ambiti sono:

- mantenimento dello status quo;
- autoregolamentazione promossa dalla Commissione;
- raccomandazione della Commissione contenente orientamenti su principi e approcci comuni;
- mandato ai comitati Lamfalussy di promuovere la convergenza della vigilanza; e
- azione legislativa comunitaria.

L'analisi sottolinea che le opzioni che non includono almeno qualche modifica legislativa a livello europeo non consentirebbero di rimediare pienamente alle irregolarità riscontrate a livello europeo, il che ne limiterebbe i vantaggi.

Il raffronto delle opzioni rivela che le iniziative di autoregolamentazione dovrebbero avere solo un impatto marginale, mentre i lavori svolti tramite i comitati Lamfalussy o una raccomandazione della Commissione potrebbero avere effetti positivi più ampi. L'azione legislativa è l'opzione che avrebbe il più forte impatto positivo, in parte perché potrebbe essere vincolante e garantire un approccio globale più coerente ed efficace. Inoltre, in assenza di misure legislative persisterebbero le differenze tra gli Stati membri e tra i settori, a causa delle incoerenze esistenti a livello europeo e delle carenze nel coordinamento tra gli operatori di ciascun settore e a livello nazionale. Anche se, in base all'analisi, le misure che includono un elemento legislativo consentirebbero di raggiungere con maggiore efficacia gli obiettivi individuati, le opzioni disponibili non si escludono a vicenda.

È difficile in questa fase valutare la probabile ampiezza dei vantaggi in termini assoluti. La valutazione dell'impatto espone i diversi meccanismi tramite i quali possono essere ottenuti i vantaggi e adotta un punto di vista qualitativo quanto al loro peso relativo. È probabile che i vantaggi marginali varieranno notevolmente in funzione dei dettagli delle misure di follow up ed è pertanto fondamentale un'analisi supplementare per la valutazione dell'impatto.

Per quanto concerne i costi, le modifiche agli obblighi di informazione o alle pratiche di vendita potrebbero comportare costi amministrativi e di messa in conformità significativi per le imprese; l'impatto delle opzioni sarà probabilmente diverso per quanto concerne i costi sostenuti da altri organismi quali le autorità di vigilanza nazionali, i comitati delle autorità di vigilanza e la stessa Commissione. Una valutazione dell'impatto separata sulle misure di follow up, contenente una valutazione precisa degli oneri amministrativi, sarà effettuata in una fase successiva utilizzando il metodo dei costi standard.

È probabile che le misure apporterebbero maggiori benefici se fossero coordinate con altri lavori relativi all'educazione finanziaria, se gli operatori del settore si impegnassero realmente rispetto alle misure adottate e se le autorità nazionali di regolamentazione garantissero l'esercizio di una vigilanza efficace e coordinata.

Conclusioni

Una sfida fondamentale sarà ripristinare la fiducia dei consumatori nei mercati finanziari dopo la crisi finanziaria. Per vincere questa sfida sarà essenziale un livello elevato di trasparenza in materia di prodotti e di professionalità nel settore finanziario. È pertanto indispensabile che il quadro europeo di regolamentazione per i prodotti di investimento al dettaglio preassemblati rifletta la realtà dei mercati finanziari moderni e che la mancanza di coerenza derivante da una regolamentazione superata non impedisca di garantire un livello elevato di tutela degli investitori e parità di condizioni di concorrenza per i prodotti di investimento in tutta l'UE.

La presente valutazione dell'impatto ha passato in rassegna il quadro di regolamentazione europeo per i prodotti di investimento al dettaglio preassemblati e ha posto in evidenza le differenze tra i vari prodotti e settori per quanto riguarda la normativa sulle informazioni precontrattuali e le pratiche di vendita. Sulla base degli elementi disponibili è stato impossibile precisare la portata dei problemi derivanti da questo quadro di regolamentazione frammentato. Vi sono tuttavia esempi significativi di danni subiti dagli investitori e dati qualitativi provenienti da una gamma di parti interessate sulle conseguenze delle lacune e delle incoerenze del diritto comunitario.

Per quanto taluni Stati membri abbiano tentato di risolvere tali problemi sul loro territorio, questi sforzi non sono stati sistematici in tutti gli Stati membri o coordinati tra loro, il che ha portato ad un'ulteriore frammentazione del quadro di regolamentazione, con effetti potenziali sui prestatori di servizi transfrontalieri e pertanto sul mercato unico. Inoltre, le misure prese a livello degli Stati membri non consentono di rimediare pienamente alle incoerenze della regolamentazione europea.

Il pregiudizio subito dai consumatori, la distorsione della concorrenza tra le famiglie di prodotti a causa dell'arbitraggio regolamentare e, in misura minore, degli ostacoli allo sviluppo del mercato unico resteranno problemi significativi in assenza di un'azione legislativa a livello europeo. Un'analisi di alto livello delle opzioni permette di concludere che tale azione comporterà costi rilevanti ma produrrà anche vantaggi in tutti questi settori.

Su questa base è raccomandata l'adozione di provvedimenti legislativi per quanto riguarda sia le informazioni precontrattuali sia le pratiche di vendita.

La presente valutazione dell'impatto ha esaminato la necessità di provvedimenti legislativi per rimediare alle carenze constatate, senza esaminare la forma e il contenuto preciso delle eventuali misure da adottare. Per compiere una valutazione approfondita dei costi e dei vantaggi, occorrerà specificare chiaramente il tipo di intervento considerato, che dipenderà dal follow up dato alla comunicazione. Sarebbe necessario un considerevole lavoro supplementare per definire una soluzione legislativa che sia realmente mirata e corrisponda ad un equilibrio ottimale tra costi e vantaggi.