

Relazione speciale

## Fondi di investimento:

**le azioni dell'UE non hanno ancora generato un vero mercato unico a vantaggio degli investitori**



CORTE  
DEI CONTI  
EUROPEA

# Indice

	Paragrafo
<b>Sintesi</b>	I - X
<b>Introduzione</b>	01 - 11
<b>Il mercato dei fondi di investimento in Europa</b>	01 - 07
<b>Quadro di regolamentazione</b>	08 - 10
<b>Responsabilità dell'UE e degli Stati membri</b>	11
<b>Estensione e approccio dell'audit</b>	12 - 15
<b>Osservazioni</b>	16 - 125
<b>Gli obiettivi dei legislatori dell'UE sono stati conseguiti solo in misura limitata</b>	16 - 33
I legislatori dell'UE hanno fissato obiettivi ambiziosi per un mercato unico dei fondi di investimento	16 - 17
Il regime dei passaporti non ha creato un vero mercato unico	18 - 25
L'impatto delle iniziative legislative è limitato	26 - 31
Il recepimento non è stato sempre tempestivo	32 - 33
<b>L'ESMA ha intensificato gli sforzi per promuovere la convergenza in materia di vigilanza e promuovere una vigilanza efficace, ma i progressi sono limitati</b>	34 - 68
L'ESMA ha gli strumenti per promuovere la convergenza in materia di vigilanza	39
L'ESMA ha intensificato la propria attività a favore della convergenza	40 - 41
Gli elementi che attestano gli impatti sono scarsi e non è posto in essere un meccanismo per misurare l'efficacia	42 - 60
Il lavoro dell'ESMA ha messo in luce carenze nella vigilanza e potenziali distorsioni della concorrenza	61 - 68
<b>La Commissione e l'ESMA hanno adottato misure per proteggere meglio gli investitori, ma i costi rimangono elevati</b>	69 - 92
La normativa dell'UE prevede numerose misure a tutela degli investitori	70 - 72
Nonostante le varie azioni intraprese dall'UE, la trasparenza rimane un problema	73 - 82

L'ESMA, la Commissione e le ANC hanno contribuito a imprimere ai costi degli OICVM una tendenza al ribasso	83 - 92
<b>L'identificazione dei rischi sistemici richiede ulteriori progressi</b>	93 - 111
La valutazione e il monitoraggio dei rischi sistemici sono in fase iniziale	94 - 102
Non sono state condotte prove di stress prudenziali e, sebbene i lavori siano iniziati, il follow-up delle simulazioni è insufficiente	103 - 107
Gli orientamenti interni in materia di prove di stress sono adeguati, ma i risultati di tale prove non sono utilizzati in modo efficace	108 - 111
<b>Le lacune e le sovrapposizioni nella raccolta dei dati ostacolano l'individuazione dei rischi per la stabilità finanziaria e gli investitori</b>	112 - 125
La mancanza di un regime di segnalazione armonizzato per gli OICVM ostacola la capacità dell'ESMA di valutare il livello di preparazione alle crisi dei fondi e di condurre prove di stress	114 - 120
Alcuni requisiti essenziali in materia di segnalazione non sono obbligatori nella direttiva GEFIA	121 - 122
Le banche centrali nazionali raccolgono dati a fini di segnalazione statistica, ma questi non sono messi a disposizione dell'ESMA e del CERS	123 - 125
<b>Conclusioni e raccomandazioni</b>	126 - 138
<b>Allegato</b>	
<b>Allegato – Raccolta dei dati e condivisione delle informazioni per i FIA e gli OICVM</b>	
<b>Acronimi e abbreviazioni</b>	
<b>Glossario</b>	
<b>Risposte della Commissione e dell'ESMA</b>	
<b>Cronologia</b>	
<b>Équipe di audit</b>	

## Sintesi

I fondi di investimento raccolgono capitale per investirlo in un portafoglio di attività. Svolgono un ruolo importante nell'Unione dei mercati dei capitali poiché accelerano la crescita, creano posti di lavoro e consolidano l'autonomia dell'UE. I cittadini dell'UE detengono direttamente circa un quarto di tutti i fondi nell'UE, ma hanno anche un'esposizione indiretta significativa nei fondi di investimento attraverso le polizze di assicurazione sulla vita e i contratti pensionistici. Lo scopo dell'UE è creare un mercato unico competitivo che offra ai suoi cittadini una scelta più ampia di prodotti di investimento meno costosi ma affidabili, garantendo al contempo la stabilità finanziaria in tutta l'UE.

I fondi di investimento domiciliati nell'UE detenevano attività per 18 800 miliardi di euro nel 2020, di cui quasi due terzi posseduti dalle famiglie: risulta quindi evidente la necessità di una tutela dei consumatori efficace. L'UE ha stabilito un quadro di regolamentazione per i fondi di investimento, in modo che in tutto il mercato unico si applichino norme analoghe. Nonostante gli sforzi per sviluppare un mercato unico, il settore dei fondi di investimento rimane concentrato in pochi Stati membri. Il quadro giuridico è costituito principalmente da direttive, che richiedono l'attuazione di norme nazionali da parte degli Stati membri: ciò comporta notevoli differenze di regolamentazione. L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), un'agenzia dell'UE, ha il compito di assicurare una vigilanza efficace e coerente in tutta l'UE, nonché di monitorare, insieme al Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) i rischi per la stabilità finanziaria.

Con il presente audit, che riguarda il periodo dal 2016 al luglio 2021, la Corte ha esaminato in che modo l'UE abbia istituito un mercato unico per i fondi di investimento. Ha verificato se il quadro di regolamentazione sia efficace, se l'attività dell'UE abbia promosso la convergenza in materia di vigilanza tra gli Stati membri e se l'UE abbia mitigato efficacemente i rischi per gli investitori, i mercati e la stabilità finanziaria. La Corte ravvisa debolezze nell'approccio legislativo della Commissione e nell'azione dell'ESMA in relazione ai fondi di investimento e raccomanda miglioramenti che aiutino ad accrescere l'efficacia e l'efficienza della vigilanza finanziaria e della tutela degli investitori.

**IV** La Corte conclude che l'azione dell'UE ha consentito di istituire un mercato unico per i fondi di investimento, in particolare grazie al "regime dei passaporti", ma che le attività transfrontaliere autentiche e i benefici per gli investitori rimangono di fatto limitati. In aggiunta, l'uniformità e l'efficacia della vigilanza dei fondi e della tutela degli investitori presentano carenze. Non saranno sufficienti revisioni marginali del quadro giuridico per realizzare un vero mercato unico.

**V** L'ESMA si è adoperata per promuovere la convergenza in materia di vigilanza, migliorandone leggermente la qualità e riducendo le differenze. Non è tuttavia in grado di misurare i progressi compiuti e dispone di pochi elementi per stabilire se viene assicurato in tutti gli Stati membri un livello equivalente di vigilanza. Ciò nonostante, l'ESMA ha messo in luce, con il lavoro svolto, carenze nella vigilanza nazionale e alcune pratiche divergenti. Per ottenere una vigilanza uniforme, deve affidarsi alla buona volontà delle autorità nazionali di vigilanza e alla disponibilità del proprio consiglio delle autorità di vigilanza. La Corte ha constatato che entrambi i soggetti hanno privilegiato strumenti di convergenza non vincolanti, la cui efficacia è ancora da dimostrare e che spesso non hanno portato a una vigilanza omogenea e coerente.

**VI** L'azione dell'UE ha assicurato una maggiore tutela degli investitori. Ad esempio, a vantaggio di questi vi è una maggiore trasparenza, in particolare per quanto riguarda i rischi, la performance e i costi degli investimenti. Gli investitori, tuttavia, non sono ancora sufficientemente protetti da costi indebiti o dalla consulenza tendenziosa degli intermediari finanziari. Di conseguenza, gli investitori sostengono costi maggiori e possono essere indotti ad acquistare prodotti meno adatti di quanto non sia auspicabile.

**VII** L'ESMA e il CERS monitorano il rischio sistemico e riferiscono in merito. Finora, non è stato effettuato alcun inventario delle pratiche vigenti negli Stati membri per monitorare il rischio sistemico. L'ESMA non ha condotto prove di stress prudenziali a cui era tenuta, ma ha simulato condizioni di stress sulla base dei dati di mercato. Il monitoraggio efficace dei rischi sistemici e dei rischi per gli investitori dipende dalla disponibilità di dati idonei. Non esiste tuttavia un regime armonizzato di segnalazione per gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari e le relazioni sui fondi di investimento alternativi non sono sufficientemente dettagliate. Finora, l'ESMA e il CERS non hanno vagliato appieno la possibilità di usare i dati esistenti raccolti dalle banche centrali, per basarsi invece su dati meno attendibili provenienti da fornitori commerciali.

**VIII** La Corte raccomanda alla Commissione di:

- valutare l'idoneità del quadro esistente per conseguire gli obiettivi perseguiti;
- considerare di proporre modifiche alla struttura di governance dell'ESMA;
- razionalizzare la raccolta dei dati e aggiornare i regimi di segnalazione.

**IX** La Corte raccomanda all'ESMA di:

- rafforzare l'efficacia della propria opera di convergenza;
- migliorare, in collaborazione con il CERS, l'individuazione del rischio sistemico.

**X** La Commissione e l'ESMA dovrebbero:

- proteggere meglio gli investitori dai costi indebiti e dalle informazioni fuorvianti.

# Introduzione

## Il mercato dei fondi di investimento in Europa

**01** I fondi di investimento raccolgono il capitale degli investitori per investirlo in forma collettiva mediante un portafoglio di attività quali azioni, obbligazioni e beni immobili, in conformità con la politica di investimento definita e con il principio di ripartizione del rischio. Svolgono un ruolo importante nell'Unione dei mercati dei capitali (l'iniziativa dell'UE per favorire il flusso di investimenti nell'Unione), in quanto accelerano la crescita, creano posti di lavoro e consolidano l'autonomia dell'UE. Lo scopo è creare un mercato unico competitivo e offrire agli investitori una scelta più ampia di prodotti meno costosi ma affidabili.

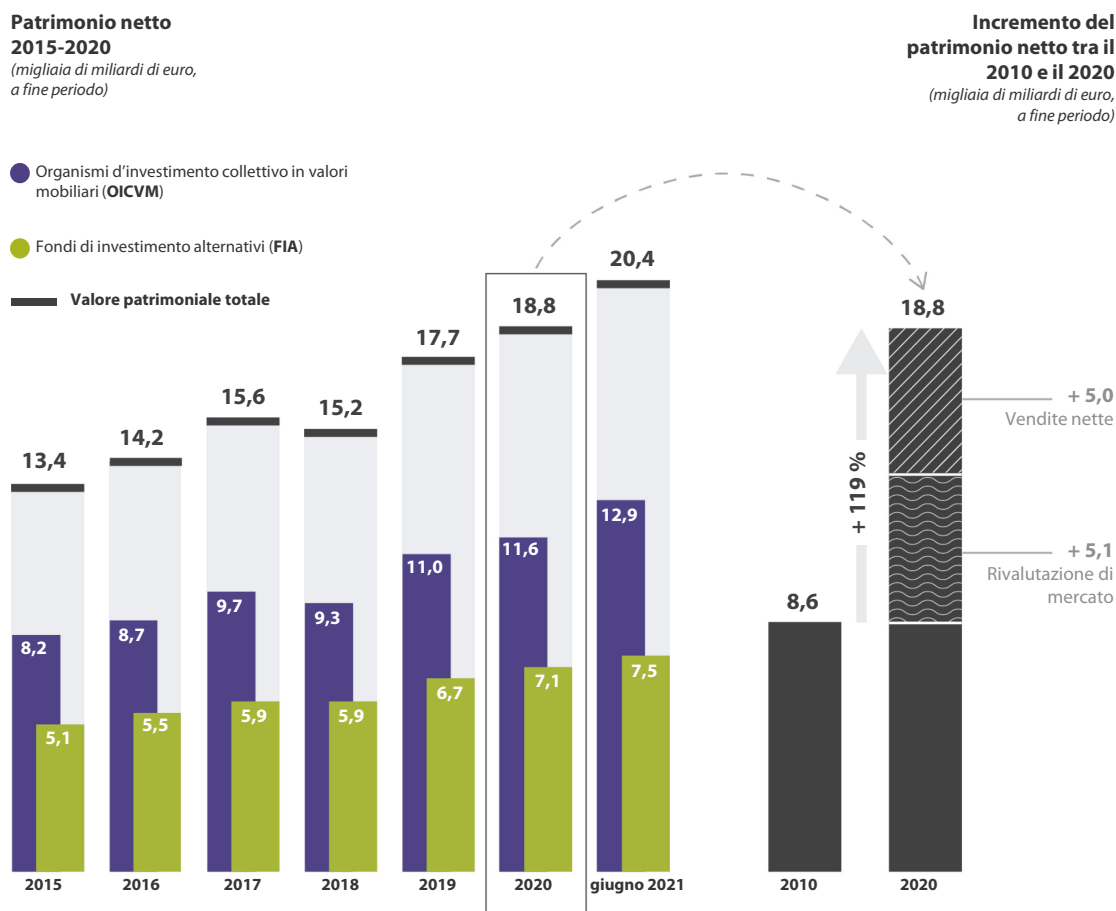
**02** A fine 2020 il valore patrimoniale netto (*net asset value* – NAV) dei 64 000 fondi di investimento domiciliati nell'UE era pari a 18 800 miliardi di euro, il che rende l'UE il secondo mercato più grande al mondo, dopo gli Stati Uniti, per i fondi di investimento in termini di patrimoni gestiti. Oltre il 60 % di questo importo (11 600 miliardi di euro) era investito in organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), che sono per lo più rivolti agli investitori al dettaglio. I fondi di investimento alternativi (FIA), che rappresentano 7 100 miliardi di euro di valore patrimoniale netto, comprendono tutti i fondi diversi dagli OICVM (ossia i fondi di investimento immobiliare, i fondi di private equity, taluni fondi comuni monetari, i fondi speculativi o hedge fund e altri fondi). Questo tipo di fondi è indirizzato prevalentemente agli investitori professionali.

**03** I fondi di investimento europei hanno registrato una costante crescita negli anni recenti. Tra il 2011 e il 2020 il valore patrimoniale netto è aumentato del 119 % (ossia di oltre 10 000 miliardi di euro) e in ciascun esercizio sono stati registrati afflussi netti, in quanto il valore dei nuovi acquisti ha costantemente superato i rimborsi. Circa metà di questa crescita è imputabile alle vendite nette dei fondi di investimento, mentre l'altra metà alla rivalutazione del mercato (cfr. [figura 1](#)). Da quando è stata adottata nel 2011 la direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA)<sup>1</sup>, il valore patrimoniale netto dei FIA nell'UE è aumentato a un ritmo più rapido rispetto agli OICVM e la rispettiva quota di mercato è salita dal 27 % dei fondi dell'UE a fine 2010 al 38 % dieci anni più tardi.

---

<sup>1</sup> [Direttiva 2011/61/UE](#) del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi.

**Figura 1 – Patrimonio netto dei fondi di investimento europei per tipo di fondo (2015-2020) e relativa crescita (2009-2020)**

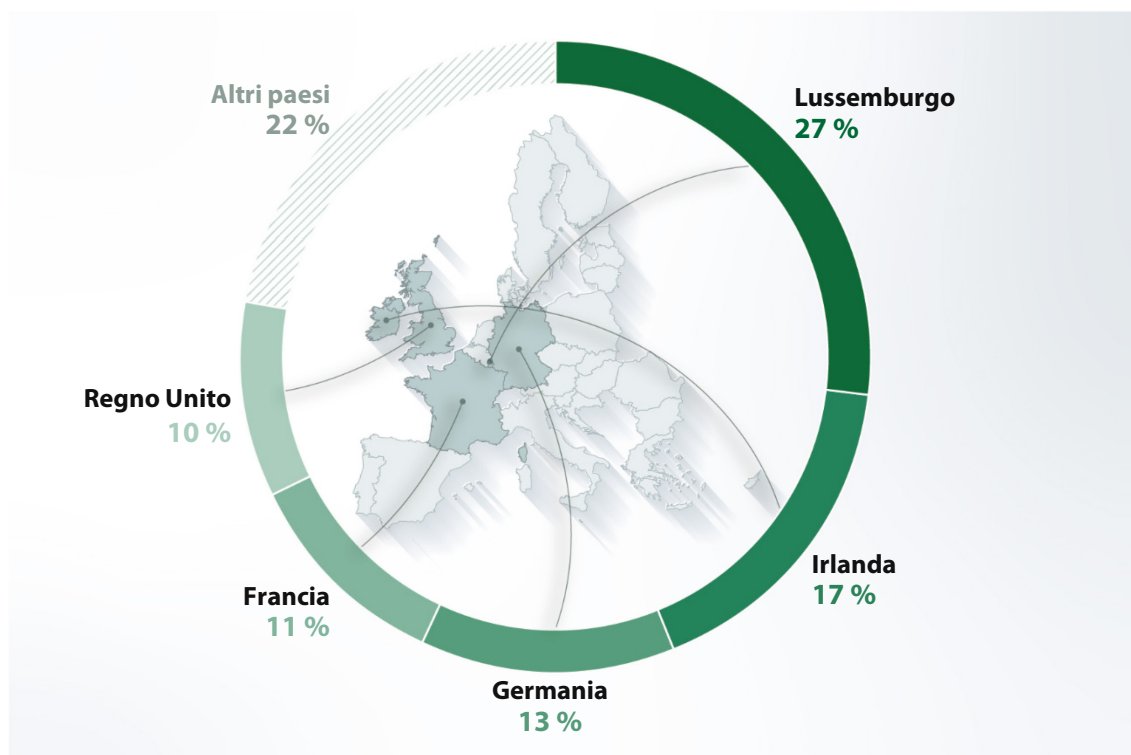


Fonte: EFAMA, Fact Book 2020, pag. 8.

**04** Nonostante l'espansione dei fondi domiciliati nell'UE, le loro dimensioni continuano a essere molto inferiori rispetto agli omologhi statunitensi. In aggiunta, i gestori patrimoniali più grandi al mondo continuano a essere basati per la maggior parte negli Stati Uniti. Solo due dei 20 maggiori gestori patrimoniali al mondo hanno sede nell'UE.

**05** La grande maggioranza dei fondi di investimento europei sono domiciliati soltanto in pochi paesi. Nel 2020 quasi l'80 % di tutto il patrimonio gestito netto è amministrato da fondi in Lussemburgo (4 700 miliardi di euro), Irlanda (3 080 miliardi), Germania (2 390 miliardi di euro), Francia (1 970 miliardi di euro) e Regno Unito (1 750 miliardi di euro) (cfr. [figura 2](#)). Nel caso degli OICVM, oltre la metà dell'intero patrimonio netto è domiciliato in Lussemburgo o Irlanda. Il 70 % di tutto il patrimonio gestito nell'Unione era detenuto da fondi autorizzati o registrati per la distribuzione in un solo Stato membro. Solo il 37 % degli OICVM e il 3 % circa dei FIA erano registrati per la distribuzione in più di tre Stati membri.

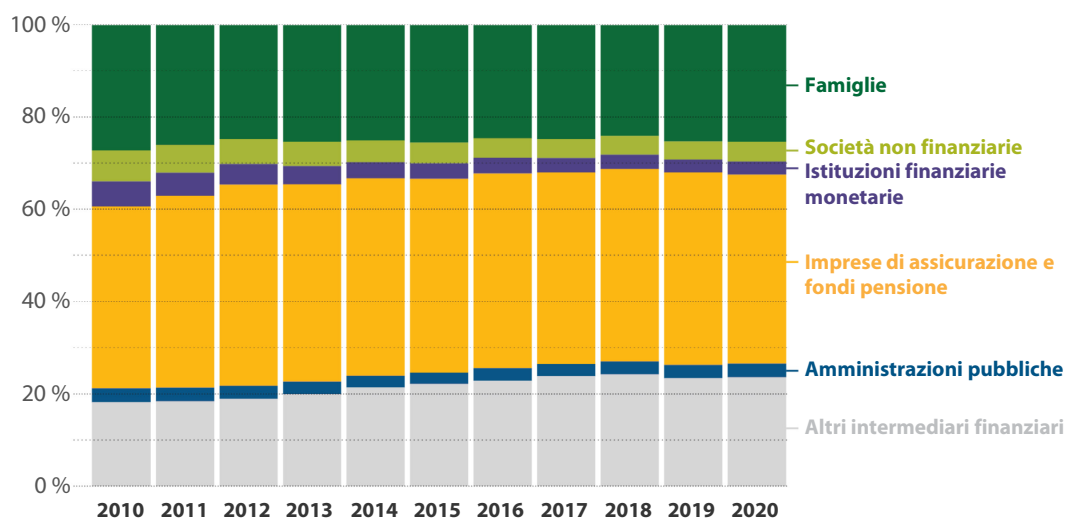
**Figura 2 – Disaggregazione del patrimonio netto per domicilio all'interno dell'UE nel 2019**



Fonte: Corte dei conti europea, sulla base dei dati dell'Associazione europea dei fondi e della gestione patrimoniale (*European Fund and Asset Management Association – EFAMA*).

**06** Gli investitori istituzionali posseggono quasi due terzi del valore patrimoniale netto dei fondi di investimento. Le famiglie detengono direttamente circa un quarto di tutti i fondi (cfr. [figura 3](#)), ma hanno anche un'esposizione indiretta significativa nei fondi di investimento attraverso le polizze di assicurazione sulla vita e i contratti pensionistici.

**Figura 3 – Fondi di investimento: quote detenute per settore (in percentuale)**



Fonte: EFAMA, *Fact Book 2021*.

**07** Nonostante i tassi di interesse prossimi allo zero, le famiglie in Europa mantengono ancora sotto forma di depositi gran parte (37 % a fine 2020) delle proprie attività finanziarie, oltre il doppio rispetto agli Stati Uniti (16 %). La quota dei fondi di investimento è aumentata dall'8,3 % del 2011 al 12,1 % nel 2017.

## Quadro di regolamentazione

**08** I principali atti giuridici consistono nella direttiva sugli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (direttiva OICVM)<sup>2</sup> e nella direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (direttiva GEFIA). Si tratta di direttive diverse per campo d'applicazione e contenuti. La direttiva OICVM stabilisce una regolamentazione dei prodotti, mentre la direttiva GEFIA si incentra sui requisiti per i gestori. Entrambi questi atti sono direttive di armonizzazione minima che consentono ai legislatori nazionali di fissare regole più dettagliate e stringenti delle norme minime sancite nel diritto dell'UE. La direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID II) stabilisce la condotta professionale e i requisiti organizzativi delle imprese di investimento, ossia degli enti che vendono fondi a clienti al dettaglio.

<sup>2</sup> Direttiva 2009/65/CE, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) (rifusione).

**09** La direttiva OICVM originaria è stata rivista più volte e la Commissione ha proposto un'ulteriore modifica il 25 novembre 2021 nell'ambito della revisione della direttiva GEFIA. Nel 2019 sono state apportate modifiche ai quadri OICVM e GEFIA allo scopo di rimuovere ostacoli normativi alla distribuzione transfrontaliera dei fondi di investimento (pacchetto transfrontaliero). In aggiunta, il diritto dell'UE disciplina tipi specifici di fondi, come ad esempio i fondi comuni monetari (regolamento FCM).

**10** Uno dei principali obiettivi delle direttive OICVM e GEFIA è agevolare le attività transfrontaliere dei gestori di fondi e dei fondi di investimento. Esse hanno introdotto i passaporti di gestione e di commercializzazione per i fondi e i relativi gestori domiciliati nell'UE:

- o il **passaporto di gestione** consente, a una società di gestione di OICVM o a un gestore di FIA autorizzato in uno Stato membro, di svolgere la propria attività negli altri Stati membri dell'UE, in virtù della libera prestazione dei servizi oppure con l'apertura di una succursale. Benché tale attività transfrontaliera sia soggetta a una procedura di notifica tra le autorità nazionali competenti (ANC) degli Stati membri coinvolti, il gestore del fondo non deve sottoporsi a un ulteriore processo di autorizzazione;
- o grazie al **passaporto di commercializzazione** gli OICVM o i FIA autorizzati da una ANC di uno Stato membro dell'UE possono essere commercializzati negli altri Stati membri dell'UE su base transfrontaliera, senza che sia necessaria l'autorizzazione da parte delle ANC degli Stati membri ospitanti. Il passaporto di commercializzazione degli OICVM consente la commercializzazione di questi ultimi presso gli investitori al dettaglio e istituzionali, mentre per i FIA il passaporto è limitato soltanto alla commercializzazione agli investitori professionali. Analogamente al passaporto di gestione, l'autorizzazione è sostituita da una procedura di notifica tra le ANC dei diversi Stati membri degli UE.

## Responsabilità dell'UE e degli Stati membri

**11** Il sistema europeo di vigilanza sui fondi coinvolge una serie di attori a livello nazionale ed europeo. Se da un lato agli organi dell'UE spetta l'attività di coordinamento e legislativa di fondo, ciascuno Stato membro è responsabile del recepimento del diritto dell'UE e della vigilanza sui fondi di investimento nel proprio territorio.

- o Alla Commissione europea, in particolare alla direzione generale della Stabilità finanziaria, dei servizi finanziari e dell'Unione dei mercati dei capitali (DG FISMA), competono le iniziative strategiche relative al settore finanziario, che si traducono anche nel proporre direttive e regolamenti.
- o L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), un'agenzia indipendente dell'UE, è preposta alla tutela degli investitori e alla promozione di mercati finanziari stabili e ordinati. Nei suoi compiti rientrano la convergenza in materia di vigilanza e l'individuazione dei rischi per la stabilità finanziaria e gli investitori, al pari delle altre autorità europee di vigilanza (AEV) che dispongono di strutture societarie simili e devono rispondere alle stesse sfide connesse.
- o Il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) è responsabile della vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario dell'UE. Opera in stretta collaborazione con l'ESMA e le altre autorità di vigilanza.
- o La vigilanza sui fondi e sui relativi gestori è compito delle autorità nazionali competenti (ANC), sulla base delle legislazioni nazionali che devono rispettare le norme minime stabilite dal diritto dell'UE oppure della normativa dell'UE direttamente applicabile. Le ANC sono membri con diritto di voto nel consiglio delle autorità di vigilanza dell'ESMA e partecipano ai lavori del CERS.

## Estensione e approccio dell'audit

**12** La Corte ha espletato il presente audit per rispondere al forte interesse pubblico nei fondi di investimento, che rivestono una particolare importanza per lo sviluppo dell'Unione dei mercati dei capitali da parte dell'UE. Tali fondi sono esposti a rischi per gli investitori e la stabilità finanziaria. L'audit ha riguardato il periodo compreso tra il 2016 e il luglio 2021.

**13** La Corte ha verificato se l'UE abbia creato un vero mercato unico per i fondi di investimento che assicuri la tutela degli investitori e la stabilità finanziaria. Inoltre, ha inteso rispondere ai sottoquesiti seguenti.

- L'azione dell'UE ha stabilito un quadro di regolamentazione adeguato per consentire la creazione di un vero mercato unico dei fondi di investimento?
- L'azione dell'UE ha favorito la convergenza in materia di vigilanza?
- L'azione dell'UE tutela con efficacia gli investitori?
- L'azione dell'UE valuta e mitiga efficacemente i rischi per la stabilità finanziaria?
- Le autorità dell'UE dispongono di dati affidabili per individuare i rischi per la stabilità finanziaria e gli investitori?

**14** I criteri di audit della Corte sono tratti dai principi internazionali stabiliti dall'Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari (*International Organisation of Securities Commissions – IOSCO*) e dal diritto dell'UE (in particolare, le direttive OICVM e GEFIA, il regolamento FCM e il regolamento ESMA). In alcuni casi, il mercato dell'UE è messo a confronto con quello degli Stati Uniti, il mercato dei capitali più sviluppato.

**15** L'audit è stato incentrato sulle azioni intraprese dai tre soggetti controllati: la Commissione, l'ESMA e il CERS. Gli auditor della Corte hanno avuto colloqui con il personale di questi organismi ed esaminato la documentazione pertinente. Per approfondire ulteriormente l'analisi, hanno interpellato i rappresentanti di cinque ANC, di varie associazioni nazionali di gestione patrimoniale e tre organizzazioni dei consumatori. Hanno tenuto incontri con l'Autorità bancaria europea (ABE) e l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA). A integrazione di queste informazioni, hanno condotto un sondaggio elettronico presso le ANC, i ministeri delle Finanze e le associazioni dei fondi di investimento di tutti i 27 Stati membri al fine di raccogliere i pareri di questi importanti portatori di interessi. Non hanno sottoposto le ANC a un audit diretto, bensì ne hanno esaminato il ruolo quali membri dell'ESMA.

# Osservazioni

## Gli obiettivi dei legislatori dell'UE sono stati conseguiti solo in misura limitata

### I legislatori dell'UE hanno fissato obiettivi ambiziosi per un mercato unico dei fondi di investimento

**16** La Commissione e i colegislatori dell'UE hanno fissato obiettivi ambiziosi per un mercato unico dei fondi di investimento. La prima direttiva OICVM risale al 1985, quando è stata adottata al fine di creare condizioni tali da offrire ai fondi e ai relativi gestori domiciliati in uno Stato membro la possibilità di una commercializzazione in tutta l'UE senza vigilanza degli altri Stati membri. Lo scopo dei colegislatori era:

- o agevolare la commercializzazione dei fondi negli altri Stati membri;
- o assicurare agli investitori una tutela più efficace e uniforme;
- o ravvicinare le condizioni di concorrenza.

**17** L'aspettativa era che un mercato dei fondi di investimento più integrato offrisse una maggior scelta agli investitori dell'UE e creasse nuove opportunità commerciali per il settore in questione. La pertinenza di questi principi generali e l'importanza di assicurare condizioni di parità sono state ribadite in occasione dell'adozione della direttiva GEFIA nel 2013<sup>3</sup>.

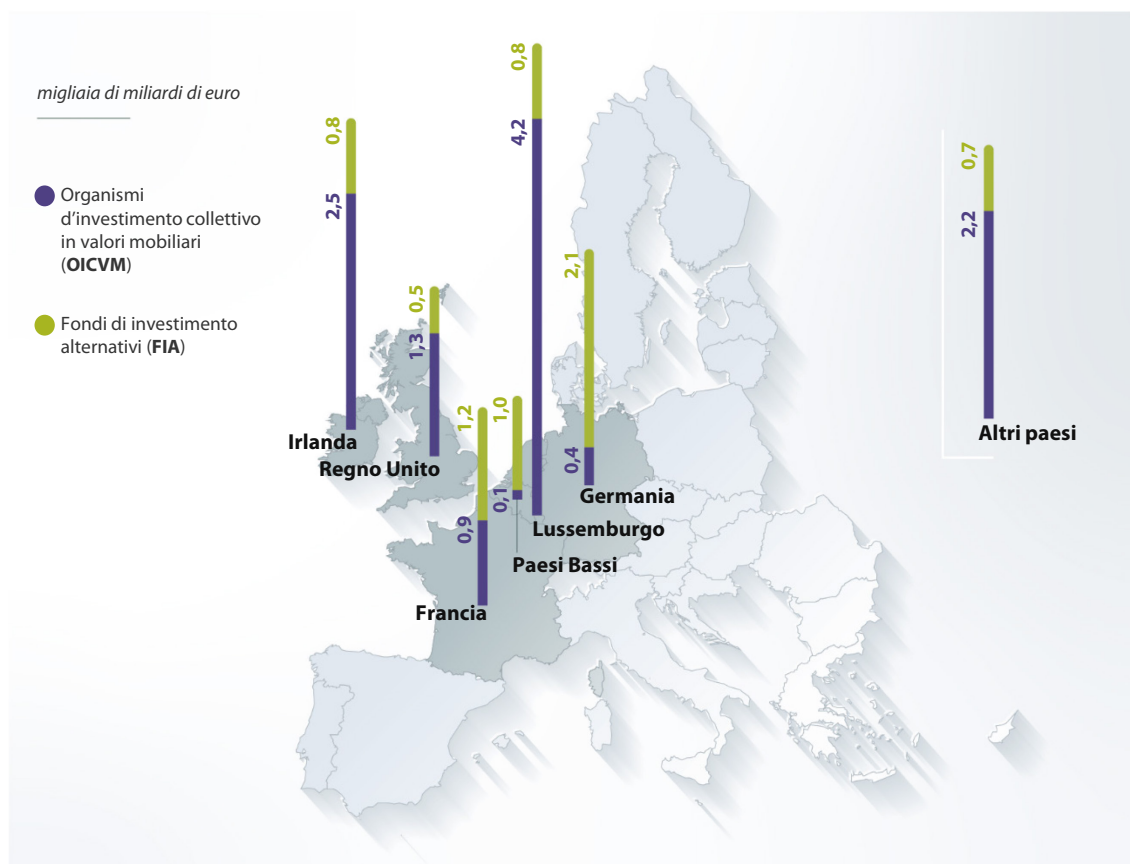
### Il regime dei passaporti non ha creato un vero mercato unico

**18** Il regime dei passaporti ha contribuito alla concentrazione del luogo di domicilio dei fondi. Grazie all'azione dell'UE, sono stati introdotti i passaporti di commercializzazione e di gestione per i fondi (cfr. paragrafo **10**). Ciò nonostante, il mercato europeo dei fondi rimane frammentato e la maggior parte di questi sono domiciliati in pochi paesi (cfr. *figura 4*).

---

<sup>3</sup> [Direttiva 2011/61/UE](#) del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi, preambolo.

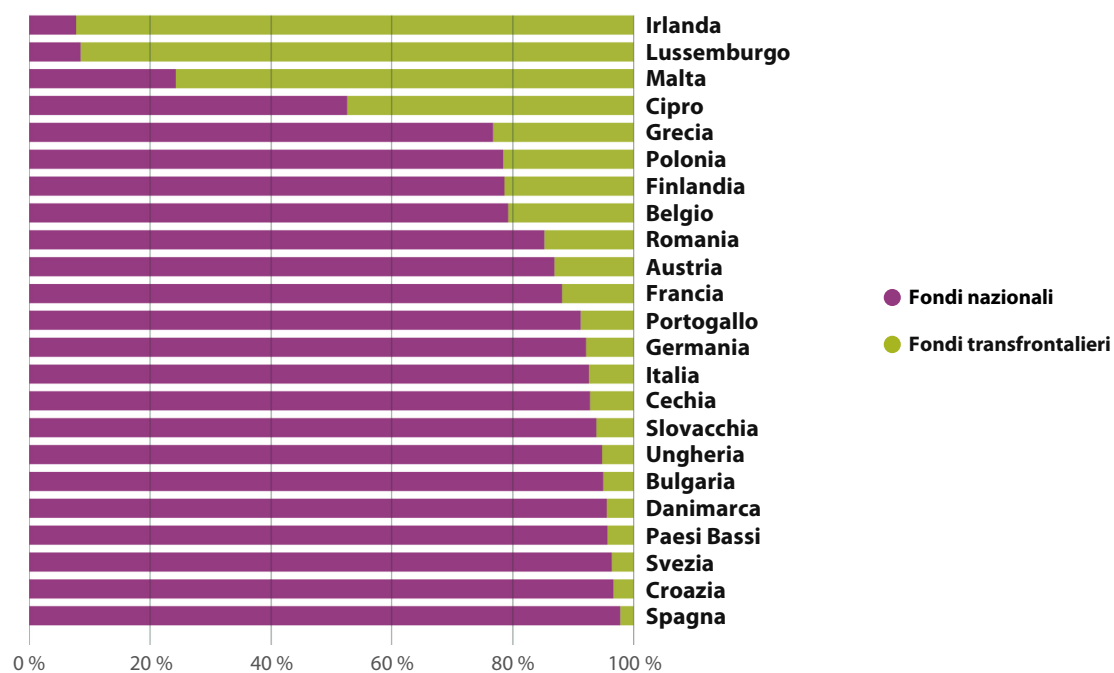
**Figura 4 – Valore patrimoniale netto degli OICVM e dei FIA per paese di domicilio (in migliaia di miliardi di euro)**



Fonte: Corte dei conti europea, sulla base dei dati dell'EFAMA.

**19** Nella gran parte degli Stati membri, i fondi sono distribuiti prevalentemente nel rispettivo mercato nazionale. Peraltro, i fondi domiciliati in alcuni paesi sono venduti soprattutto all'estero (cfr. [figura 5](#)). Secondo l'Associazione europea dei fondi e della gestione patrimoniale (*European Fund and Asset Management Association – EFAMA*), i fondi locali rappresentano il 67 % del volume detenuto in questo settore in Europa, a fronte del 73 % di dieci anni fa.

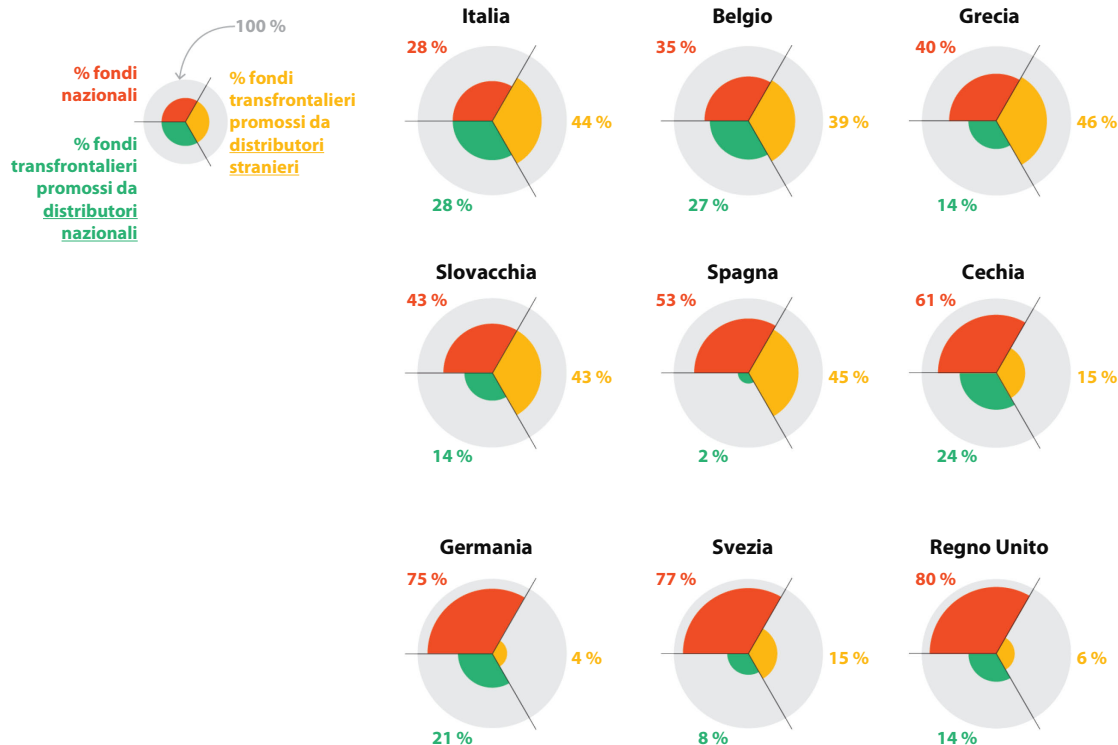
**Figura 5 – Fondi nazionali a confronto con i fondi transfrontalieri**



Fonte: EFAMA, *Factbook 2021*, figura 3.16, pag. 50.

**20** In vari Stati membri dell'UE, la maggior parte dei fondi transfrontalieri è venduta da gestori patrimoniali nazionali, non da gestori stranieri. Nella [figura 6](#) viene presentata la ripartizione della proprietà delle quote dei fondi di investimento, anche per i fondi transfrontalieri promossi da distributori nazionali.

**Figura 6 – Proprietà delle quote dei fondi e fondi transfrontalieri “autentici”**



Fonte: EFAMA, *Fact Book 2021*, pag. 45.

**21** Questa pratica è definita dalla Commissione come il fenomeno dei fondi “estero-vestiti” (*round-trip*), una categoria di fondi che non considera come fondi transfrontalieri “autentici”. Secondo l’ESMA, i fondi sono spesso notificati per la commercializzazione transfrontaliera, ma questa non ha necessariamente luogo. Pertanto, la commercializzazione transfrontaliera effettiva è più circoscritta di quanto non suggeriscano le cifre. Nella valutazione d’impatto presentata a corredo delle proposte contenute nel pacchetto transfrontaliero del 2018, la Commissione ha concluso che i fondi estero-vestiti non rappresentano un vero e proprio ispessimento del mercato unico, né un aumento della scelta per gli investitori, e riteneva che una migliore indicazione dell’attività transfrontaliera potesse essere ricavata dai casi in cui il fondo è commercializzato in almeno un altro Stato membro oltre al mercato originario del gestore e del domicilio<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> SWD(2018) 054 final del 12.3.2018, pag. 12.

**22** Sulla base della valutazione di impatto della Commissione che accompagna il pacchetto transfrontaliero<sup>5</sup>, i legislatori hanno ravvisato negli approcci divergenti in materia di regolamentazione e vigilanza un motivo della frammentazione dei mercati dei fondi dell'UE. Hanno anche osservato che le barriere alla commercializzazione transfrontaliera impedivano ai fondi di essere commercializzati in altri Stati membri<sup>6</sup>. Di conseguenza, il pacchetto legislativo è stato mirato ad annullare le divergenze a livello nazionale nei requisiti e nelle pratiche di regolamentazione riguardo all'impiego dei passaporti dell'UE, compresi i requisiti di commercializzazione, le spese regolamentari, nonché gli obblighi amministrativi e di notifica.

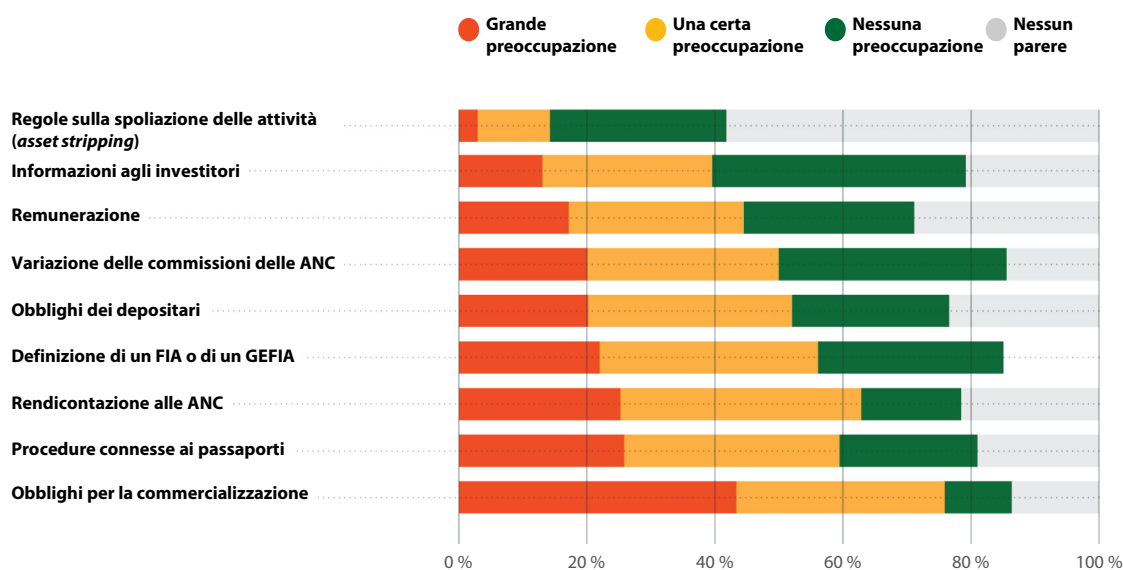
**23** Sebbene persistano approcci divergenti, la Corte ha constatato che la Commissione non ha dimostrato che le risultanti barriere all'accesso dei mercati siano effettivamente la causa principale della frammentazione e del basso numero di fondi transfrontalieri autentici. La Corte rileva che in una relazione del 2018 sul funzionamento della direttiva GEFIA, quasi la metà dei partecipanti intervistati ha dichiarato che tale direttiva non è applicata in modo uniforme in tutta l'UE. Quindi, il problema non risiede tanto nella normativa quanto nella sua applicazione negli Stati membri. Questa incongruenza, tuttavia, non era fonte di grande preoccupazione per la maggior parte dei partecipanti all'indagine (cfr. [figura 7](#)).

---

<sup>5</sup> SWD(2018) 054 final del 12.3.2018, pagg. 7 e 14.

<sup>6</sup> Regolamento (UE) 2019/1156 del 20 giugno 2019 per facilitare la distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo, considerando 1.

## Figura 7 – Applicazione non uniforme della direttiva GEFIA: livello della preoccupazione espressa



Fonte: Report on the Operation of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD)<sup>7</sup>.

**24** In quanto strumento legislativo utilizzato dai legislatori, le direttive stabiliscono norme minime. Le direttive dell'UE in questione prevedono esplicitamente che, come regola generale, lo Stato membro d'origine possa introdurre norme più rigorose di quanto esse stesse stabiliscano<sup>8</sup>. Nella relazione de Larosière è stato segnalato che le direttive non conseguono il necessario livello di armonizzazione e si è raccomandato di evitare in futuro atti giuridici che consentano un recepimento e un'applicazione non uniformi<sup>9</sup>. La metà della ANC che hanno risposto al sondaggio della Corte hanno dichiarato che nei rispettivi Stati membri la legge imponeva effettivamente norme più severe. La Corte osserva che le norme uniformi sotto forma di regolamenti potrebbero essere più adeguate per creare condizioni di parità in tutta l'UE.

**25** Inoltre, la Corte osserva che le direttive hanno innescato una corsa al ribasso. Dalla pratica della sovraregolamentazione (*gold plating*), che consiste nel fissare norme più elevate, e dalle discussioni avute con i portatori di interessi è emerso che i paesi che recepiscono semplicemente i requisiti minimi prescritti nelle direttive hanno un vantaggio competitivo come paesi di domicilio rispetto ai paesi che hanno norme più severe. Insieme a un regime fiscale favorevole e alla possibilità di trasferire gli utili,

<sup>7</sup> FISMA/2016/105(02)/C, 10 dicembre 2018.

<sup>8</sup> Direttiva OCIVM, considerando 15; direttiva GEFIA, considerando 17.

<sup>9</sup> Relazione del gruppo di esperti ad alto livello sulla vigilanza finanziaria nell'UE, 25 febbraio 2009, paragrafi 100-109 e raccomandazione 10.

ciò genera forti incentivi per il settore dei fondi a operare una scelta opportunistica della giurisdizione di competenza, il che comporta distorsioni della concorrenza.

### L'impatto delle iniziative legislative è limitato

**26** La Corte ha constatato che la Commissione riconosce nella propria analisi il limitato impatto delle proposte legislative. La Commissione ha individuato i fattori significativi, quali la tassazione, la domanda locale e la rete di distribuzione, che influiscono sulla scelta operata dai gestori patrimoniali quando sono chiamati a decidere dove distribuire i rispettivi fondi di investimento; su questi fattori, tuttavia, il diritto dell'UE non incide.

**27** Inoltre, la Corte osserva che il principale problema individuato dalla Commissione stessa non è il quadro giuridico in sé, bensì il fatto che i paesi ospitanti erigano barriere all'ingresso nel mercato. La Commissione dispone degli strumenti per affrontare i casi in cui gli Stati membri erigono barriere all'ingresso nel mercato o in cui le ANC violano potenzialmente il diritto dell'UE, in forza soprattutto del potere conferitole quale custode dei trattati di avviare procedure di infrazione o di chiedere all'ESMA di attivare una procedura per "violazione del diritto dell'Unione". Nondimeno, la Commissione ha concluso che le barriere restanti possono essere affrontate nel modo più efficiente (tramite atti legislativi) a livello dell'UE<sup>10</sup>.

**28** Le valutazioni di impatto, come quella per il pacchetto transfrontaliero, spesso comprendono una valutazione ex post delle disposizioni interessate dall'iniziativa. Tuttavia, la revisione della direttiva OICVM inizialmente prevista per settembre 2017 ha subito ritardi.

**29** La Commissione non ha mai condotto una verifica dell'adeguatezza globale dell'intero quadro giuridico che disciplina i fondi di investimento. Non è prevista alcuna verifica di questo tipo nel prossimo futuro. L'unica verifica dell'adeguatezza che ha riguardato in parte i fondi di investimento è stata quella relativa ai requisiti di vigilanza UE, condotta dalla Commissione negli anni 2017-2019<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> SWD(2018) 054 final del 12.3.2018, pag. 14.

<sup>11</sup> Commissione europea, *Fitness check of EU supervisory requirements*, SWD (2019) 402 e 403.

**30** La Commissione stabilisce piani strategici pluriennali e piani di gestione annuali e riferisce sul conseguimento degli obiettivi fissati. La Corte ha rilevato carenze nella misurazione della performance della Commissione. Ad esempio, il principale indicatore di risultato per gli OICVM nel piano strategico 2016-2020 era la quota di fondi OICVM transfrontalieri rispetto al volume totale delle vendite nell'UE. La Corte osserva che la Commissione ha in seguito abbassato la soglia per definire un fondo transfrontaliero, passando dalla vendita in almeno cinque Stati membri a tre.

**31** Il piano strategico 2020-2024 contiene principalmente obiettivi orizzontali specifici e i relativi indicatori di risultato. La Corte ha constatato che la maggior parte dei target intermedi e finali stabiliti per tali indicatori di risultato non sono specifici. Gli indicatori devono essere pertinenti, accettati, credibili, facili da monitorare e solidi, sulla base del quadro di controllo interno della Commissione. Vengono utilizzati termini quali "aumento", "tendenza positiva" e "diminuzione", ma senza specificare i valori che tali variazioni devono raggiungere per essere considerate soddisfacenti. Inoltre, i target per alcuni indicatori di risultato non sono ambiziosi. Ad esempio, era già stato conseguito un calo dei costi per gli investitori al dettaglio quando è stato fissato tale target.

### **Il recepimento non è stato sempre tempestivo**

**32** La Commissione controlla la tempestività, la completezza e la corrispondenza delle disposizioni nel recepimento delle direttive da parte degli Stati membri. Un recepimento tardivo e/o inesatto può impedire la creazione di condizioni di parità e ostacolare il corretto funzionamento del mercato unico; la Commissione è tenuta ad avviare procedure di infrazione per spingere gli Stati all'azione quando sono in ritardo nell'adottare le misure richieste.

**33** Per quanto riguarda la direttiva OICVM e la direttiva GEFIA, solo 12 Stati membri hanno notificato il recepimento entro i termini stabiliti. Inoltre, ci sono voluti altri otto anni perché la Commissione considerasse completato il recepimento della direttiva GEFIA.

## L'ESMA ha intensificato gli sforzi per promuovere la convergenza in materia di vigilanza e promuovere una vigilanza efficace, ma i progressi sono limitati

**34** Come illustrato in precedenza (cfr. paragrafo **08**), le ANC esercitano la vigilanza sui fondi di investimento e i relativi gestori, nonché sulle imprese di investimento e altri intermediari finanziari, sulla base di leggi nazionali armonizzate, ma non sulla base di standard uniformi. Pertanto, gli obblighi giuridici e le pratiche di regolamentazione possono comunque essere diverse da uno Stato membro all'altro.

**35** In questo contesto, i legislatori dell'UE hanno incaricato l'ESMA di:

- contribuire ad assicurare l'applicazione uniforme, efficiente ed efficace della normativa UE in vigore;
- promuovere la convergenza delle pratiche di vigilanza per rafforzare l'uniformità dei risultati di vigilanza fra le ANC allo scopo di creare una cultura comune della vigilanza<sup>12</sup>.

**36** La convergenza in materia di vigilanza non consiste in un unico approccio uguale per tutti, ma piuttosto in un'applicazione uniforme ed efficace delle stesse norme e approcci abbastanza simili per rischi analoghi. L'obiettivo generale è cercare di ottenere risultati comparabili in materia di regolamentazione e vigilanza. Ciò non significa, però, che sia sufficiente per raggiungere risultati comparabili, a prescindere dagli approcci di vigilanza utilizzati.

**37** Nella relazione de Larosière è stata messa in risalto l'importanza della convergenza per i mercati finanziari dell'UE<sup>13</sup>. Nel 2014 l'FMI, la Commissione e il Parlamento hanno pubblicato relazioni sul funzionamento del sistema europeo di vigilanza finanziaria. In queste relazioni era riconosciuto il contributo dell'ESMA alla creazione di un codice unico europeo, ma si suggeriva di prestare maggiore attenzione alla convergenza in materia di vigilanza<sup>14</sup>.

---

<sup>12</sup> Articolo 1 del [regolamento ESMA](#).

<sup>13</sup> [Relazione del gruppo di esperti ad alto livello sulla vigilanza finanziaria nell'UE](#), 25 febbraio 2009.

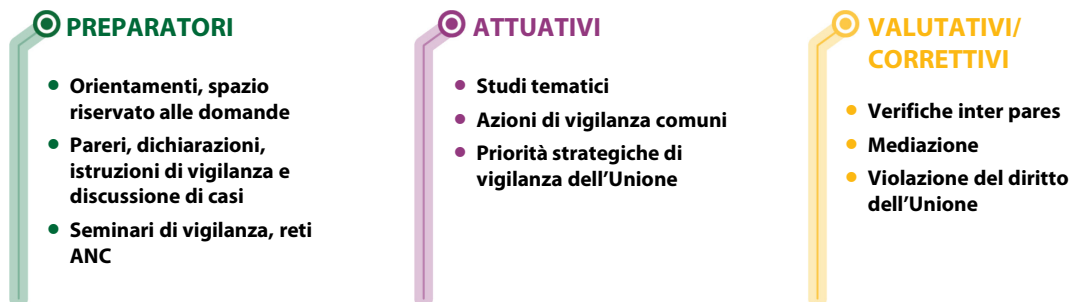
<sup>14</sup> [ESMA Strategic Orientation 2016-2020](#), ESMA/2015/935, pag. 3.

**38** La Commissione ha anche sottolineato che è essenziale una vigilanza più efficace e uniforme per escludere le possibilità di arbitraggio regolamentare e che l'ESMA svolge un ruolo fondamentale nel promuovere l'integrazione dei mercati dei capitali<sup>15</sup>. Questa affermazione è stata ribadita nel contesto della revisione dei regolamenti AEV avvenuta nel 2019. I legislatori hanno evidenziato che “[è] pertanto particolarmente urgente progredire ulteriormente nella convergenza in materia di vigilanza per completare l'Unione dei mercati dei capitali”<sup>16</sup>.

### L'ESMA ha gli strumenti per promuovere la convergenza in materia di vigilanza

**39** Per promuovere la convergenza, l'ESMA dispone di molti strumenti, che possono essere raggruppati in tre categorie: strumenti preparatori, attuativi e valutativi/correttivi. La *figura 8* fornisce una panoramica al riguardo. L'ESMA ha creato ulteriori strumenti, come le discussioni sui casi e le azioni di vigilanza comuni.

### Figura 8 – Panoramica degli strumenti dell'ESMA per la convergenza in materia di vigilanza



Fonte: Corte dei conti europea, sulla base del regolamento ESMA.

<sup>15</sup> COM(2017)292 final dell'8.6.2017, sezione 4.1.

<sup>16</sup> Considerando 7 del regolamento (UE) 2019/2175 del 18 dicembre 2019.

## L'ESMA ha intensificato la propria attività a favore della convergenza

**40** L'ESMA ha intensificato gli sforzi profusi per la convergenza in materia di vigilanza. Nell'orientamento strategico 2016-2020, si era impegnata a devolvere più risorse per promuoverla, aveva chiarito i propri obiettivi e aveva specificato una serie di settori specifici cui era rivolto il proprio operato in questo ambito. Da allora, ha aumentato il personale addetto alla convergenza in materia di vigilanza da 5 unità (5,7 equivalenti a tempo pieno o ETP) a 8 nel 2020 (8,7 ETP).

**41** Nel 2020 l'ESMA ha creato un quadro che consenta di adottare, per le proprie attività di convergenza in materia di vigilanza, un approccio maggiormente basato sul rischio. Una "mappa di calore" individua i rischi connessi, ma fornisce scarse informazioni sull'applicazione non uniforme delle norme e sulle pratiche divergenti. Ciò nonostante, la mappa di calore rappresenta un passo avanti. È stata efficace per individuare i settori che richiedevano una vigilanza basata sul rischio in tutta l'UE, ma non altrettanto per individuare i temi dove era necessaria un'ulteriore opera di convergenza. La Corte ha constatato che l'ESMA è riuscita ad adottare, per l'opera di convergenza, un approccio più sistematico e basato su dati concreti.

## Gli elementi che attestano gli impatti sono scarsi e non è posto in essere un meccanismo per misurare l'efficacia

### L'efficacia degli orientamenti non è dimostrata

**42** In passato, gli strumenti preparatori, quali gli orientamenti, erano i più importanti strumenti di convergenza utilizzati dall'ESMA. Gli orientamenti sono soggetti al meccanismo di "conformità o spiegazione", ossia le ANC devono notificare all'ESMA se intendono attuarli o meno. L'ESMA pubblica tabelle di conformità per ciascun orientamento, che vengono aggiornate regolarmente<sup>17</sup>.

**43** La Corte ha constatato che non sempre è stata assicurata la conformità. Gli indirizzi interni dell'ESMA<sup>18</sup> le impongono di verificare e valutare l'applicazione degli orientamenti. Benché chieda alle ANC un resoconto annuale sul rispetto degli orientamenti, l'ESMA ha verificato solo una volta la loro conformità effettiva, tramite una verifica inter pares. È emerso che gli orientamenti sono stati inefficaci nel

<sup>17</sup> [Notifiche ESMA sulla conformità agli orientamenti, tabella sinottica.](#)

<sup>18</sup> *Internal Guidance – Guidelines compliance notification process*, ESMA42-110-888, paragrafi 35 e 38.

promuovere la convergenza della vigilanza e che, in genere, le ANC si erano conformate come notificato solo in misura limitata (cfr. [riquadro 1](#)).

### Riquadro 1

#### Risultati della verifica inter pares riguardante gli orientamenti sui fondi indicizzati quotati e su altri OICVM

Dalla verifica inter pares, incentrata sui sei principali luoghi di domicilio dei fondi nell'UE, è emerso che nessuno di questi aveva dato piena attuazione agli orientamenti. Due ANC si erano conformate in misura parziale o insufficiente. In questi paesi, l'ESMA ha addirittura constatato che le pratiche di vigilanza erano in contrasto con gli orientamenti e non coerenti con una situazione di parità di condizioni per gli OICVM nel mercato unico. Nel complesso, ha rilevato divergenze significative nell'applicazione degli orientamenti e vari ambiti in cui l'obiettivo della convergenza in materia di vigilanza non era stato conseguito.

#### **Le azioni di vigilanza comuni hanno favorito scambi periodici fra le autorità di vigilanza e hanno consentito all'ESMA di coordinare le attività di vigilanza delle ANC**

**44** Le azioni di vigilanza comuni sono uno strumento di convergenza sviluppato dall'ESMA, al pari delle reti di coordinamento di vigilanza e gli scambi con le ANC sulla base dei reclami. L'ESMA apprezza questi strumenti per il loro carattere prospettico e perché concorrono a individuare i problemi di convergenza. L'ESMA ha già avviato varie azioni di vigilanza comuni in relazione agli OICVM e alla MiFID II.

**45** Le azioni di vigilanza comuni e le reti di coordinamento sono strumenti che consentono alle autorità di vigilanza di condividere le esperienze e di imparare le une dalle altre, il che porta alla conclusione che dovrebbero contribuire nel tempo a creare una cultura comune della vigilanza. Le azioni di vigilanza comuni aiutano inoltre l'ESMA a individuare le divergenze nelle pratiche di vigilanza e le potenziali carenze nell'attività svolta dalle ANC in questo ambito, nonché a fornire orientamenti sull'applicazione concreta del diritto dell'UE, ad esempio laddove le singole ANC non dispongono ancora di una metodologia solida.

**46** Le azioni di vigilanza comuni consentono all'ESMA di focalizzare l'attenzione della vigilanza su rischi specifici, nonché a promuovere e coordinare le attività di vigilanza. Ne può discendere un carico di lavoro gravoso, preoccupazione espressa da varie ANC nel sondaggio della Corte.

## **Gli strumenti valutativi/correttivi sono stati utilizzati molto raramente, nonostante il loro impatto sia potenzialmente maggiore**

**47** Le verifiche inter pares sono uno strumento molto valido potenzialmente, ma sono utilizzate di rado nell'ambito dei fondi di investimento. L'ESMA intende farvi maggiore ricorso nel prossimo futuro, ma ha anche sottolineato la limitatezza delle risorse e la necessità di mantenere un equilibrio in tutti gli ambiti di sua competenza. Ciò che distingue una verifica inter pares dagli altri strumenti di convergenza è il fatto che impone all'ESMA di effettuare e pubblicare una valutazione formale non solo del livello di convergenza raggiunto in termini di pratiche di vigilanza e di applicazione della normativa, ma anche della capacità di vigilanza. Consente all'ESMA di emanare orientamenti e raccomandazioni per rispondere a eventuali debolezze rilevate. Dalla sua istituzione nel 2011, l'ESMA ha effettuato solo due verifiche inter pares dei fondi di investimento: una nel 2013 riguardante gli orientamenti sui fondi comuni monetari (FCM) e l'altra nel 2018 relativa agli orientamenti sui fondi indicizzati quotati e su altri OICVM<sup>19</sup>.

**48** L'ESMA dispone inoltre di due strumenti correttivi, ossia la mediazione e le procedure per "violazione del diritto dell'Unione", grazie ai quali può risolvere le controversie tra ANC oppure indagare presunte violazioni del diritto dell'Unione e porvi rimedio ove accertate. Si è verificato un caso in cui l'ESMA ha fornito assistenza con successo a due ANC perché giungessero alla risoluzione di una controversia. In alcuni casi sono state avviate informalmente indagini su presunte violazioni del diritto dell'Unione. È stata esperita un'unica procedura formale per "violazione del diritto dell'Unione", che è sfociata nella modifica delle pratiche adottate dalle ANC.

### **L'ESMA ha difficoltà a utilizzare i propri strumenti con efficacia**

**49** L'ESMA incontra una serie di difficoltà ad avvalersi in modo efficiente ed efficace dei poteri illustrati in precedenza. Questa Autorità dipende dalla disponibilità delle ANC a fornire contributi, competenze tecniche e personale che partecipi alla sua opera di convergenza. Lo stesso vale per l'ABE e l'EIOPA, come dimostrano gli audit della Corte su queste due agenzie<sup>20</sup>. L'ESMA ha adottato misure per garantire che i partecipanti delle ANC dispongano delle competenze necessarie. Tuttavia, la partecipazione delle ANC alle attività di convergenza dell'ESMA è in larga misura volontaria (ad esclusione delle verifiche inter pares, della mediazione e delle

---

<sup>19</sup> [ESMA/2013/476](#) del 15 aprile 2013 ed [ESMA42-111-4479](#) del 30 luglio 2018.

<sup>20</sup> [Relazione speciale n. 29/2018](#) e [relazione speciale n. 10/2019](#) della Corte dei conti europea.

procedure per “violazione del diritto dell’Unione”), il che ostacola talvolta l’efficacia del lavoro dell’Autorità.

**50** La Corte ha riscontrato che la maggior parte delle ANC partecipa e contribuisce al lavoro dell’ESMA, mentre alcune sono più restie. Ad esempio, nel caso delle azioni di vigilanza comuni, le ANC minori tendono a essere più attive nel presentare i casi, mentre alcune ANC di maggior rilievo preferiscono un approccio più passivo. Alcune ANC non hanno risposto agli inviti del personale dell’ESMA a partecipare attivamente e a presentare casi: ad esempio, le ANC che non avevano mai esercitato i propri poteri sanzionatori non hanno contribuito a un seminario dell’ESMA sull’argomento nel 2020.

**51** L’organo decisionale dell’ESMA è costituito da rappresentanti delle ANC. Sebbene questi siano tenuti ad agire nell’interesse esclusivo dell’UE nel suo insieme, tale presupposto non è sempre rispettato. La proposta della Commissione di risolvere questo problema di governo societario nel contesto del riesame delle AEV è stata respinta. Il conflitto di interesse più manifesto è stato affrontato: le ANC non possono più partecipare alla discussione e votare le raccomandazioni in materia di “violazione del diritto dell’Unione” che le riguardano direttamente. Le regole adottate dall’ESMA sulla mediazione affrontano in maniera analoga i conflitti di interesse. L’intero lavoro per la convergenza però verte sulle ANC, dal momento che è mirato alle loro pratiche di vigilanza e ai relativi risultati. Altrettanto vale per gli sforzi dell’ESMA volti a promuovere l’efficienza e l’efficacia della vigilanza.

**52** L’ESMA dipende dalla disponibilità delle ANC a collaborare. Un esempio è costituito dalle responsabilità delle autorità del paese d’origine e delle autorità ospitanti in un contesto transfrontaliero, un punto importante e ricorrente nell’agenda di convergenza dell’ESMA (cfr. [riquadro 2](#)). L’ESMA è stata solo parzialmente efficace nel promuovere il regolare funzionamento dei passaporti UE per la commercializzazione e la gestione e, quindi, non è stata in grado di eliminare le pratiche di vigilanza che creano barriere all’ingresso nel mercato.

## Riquadro 2

### Si discute ancora delle responsabilità del paese d'origine e del paese ospitante

Le norme in vigore e i ruoli rispettivi sono stati chiariti nel 2017 dall'ESMA e nel 2019 dal comitato congiunto delle AEV. Il dibattito è proseguito nel 2020 in vari filoni di lavoro e in occasione di un seminario. Nondimeno, non viene rispettato appieno il regime dei passaporti, il quale stabilisce che l'autorità del paese d'origine ha la competenza esclusiva per la vigilanza dei fondi e dei relativi gestori, mentre la funzione delle autorità ospitanti è limitata ad assicurare l'adempimento delle regole di condotta locali.

**53** La Corte osserva inoltre che tutti i problemi di convergenza che l'ESMA ha segnalato nella lettera alla Commissione sulla revisione della direttiva GEFIA<sup>21</sup> erano stati ampiamente affrontati nell'ambito dell'opera di convergenza. Ciò dimostra che gli sforzi dell'ESMA sono stati efficaci solo in misura limitata.

**54** Un altro esempio è costituito dalle deleghe. Sia la direttiva OICVM che la direttiva GEFIA consentono alle società di gestione di delegare funzioni a terzi. Tuttavia, gli approcci e i risultati in materia di vigilanza continuano a differire per quanto riguarda l'estensione consentita di tali deleghe, nonché le funzioni che possono essere delegate, stando all'ESMA (cfr. [riquadro 3](#)).

---

<sup>21</sup> Lettera dell'ESMA sulla revisione della direttiva GEFIA, ESMA34-32-550, 18 agosto 2020.

### Riquadro 3

#### Estensione delle deleghe

L'ESMA ha sottolineato che la gestione del portafoglio in alcuni Stati membri è in gran parte o addirittura interamente delegata a terzi all'interno o all'esterno del gruppo dei GEFIA o della società di gestione di OICVM, che possono trovarsi al di fuori dell'UE. In questi casi, la maggior parte del personale operativo che assicura la gestione del portafoglio/dei rischi, l'amministrazione e altre funzioni lavora sulla base di una delega per i fondi in questione e non è pertanto direttamente impiegata dai GEFIA o dalla società di gestione degli OICVM autorizzati, secondo l'ESMA, e le commissioni di gestione sono in gran parte corrisposte ai delegati. Per l'ESMA, tali pratiche (di mercato) in alcuni Stati membri mettono in dubbio il fatto che detti FIA e OICVM possano essere ancora gestiti efficacemente dai GEFIA o dalle società di gestione degli OICVM in possesso di licenza.

*Fonte: lettera dell'ESMA sulla revisione della direttiva GEFIA, ESMA34-32-550, 18 agosto 2020.*

**55** La Corte ha inoltre osservato che l'ESMA incontra una certa resistenza da parte delle ANC nei suoi sforzi volti ad accrescere la trasparenza. Le pubblicazioni obbligatorie, quali la relazione annuale sulle sanzioni o la relazione statistica annuale sulla performance e i costi dei prodotti di investimento al dettaglio dell'UE, forniscono informazioni preziose anche sulle differenze fra Stati membri in termini di realtà del mercato e di invasività della vigilanza. Tuttavia, le ANC fanno molta resistenza quando si tratta di pubblicare i risultati delle azioni di vigilanza comuni. Le relazioni finali su queste ultime non sono mai state pubblicate.

#### **Le ANC preferiscono strumenti preparatori meno invasivi che non sono molto efficaci**

**56** In passato, l'ESMA è ricorsa soprattutto a orientamenti, ai pareri e allo spazio riservato alle domande. La Corte ha constatato che questi strumenti preparatori non sono molto efficaci nel promuovere la convergenza in materia di vigilanza. Di recente, l'ESMA si è incentrata maggiormente sugli strumenti attuativi, come le reti di coordinamento e le azioni di vigilanza comuni.

**57** Quasi la metà delle ANC ha ritenuto che gli strumenti più invasivi, come le procedure per "violazione del diritto dell'Unione" e la mediazione, non siano utili e hanno preferito chiaramente gli strumenti preparatori. L'ESMA non ha fatto quasi mai ricorso al primo tipo di strumenti. Tuttavia, questi poteri le consentirebbero di avere un impatto diretto sulle azioni e sui risultati di vigilanza nei singoli casi oppure di

fronteggiare casi di mancata applicazione o applicazione non corretta del diritto dell'UE.

### **L'ESMA non dispone di alcun meccanismo per misurare l'efficacia delle proprie azioni**

**58** I programmi di lavoro annuali dell'ESMA fissano obiettivi, ma descrivono perlopiù le attività pianificate anziché definire realizzazioni specifiche o obiettivi verificabili. In termini di strumenti, vi si dimostra una preferenza per la promozione degli scambi tra gli operatori di vigilanza sulle pratiche adottate, discutendo di casi specifici concreti, oppure per le azioni di vigilanza comuni di nuova introduzione. Si tratta di un approccio utile per comprendere meglio le pratiche che, nel tempo, possono contribuire allo sviluppo di una cultura comune della vigilanza.

**59** Il fatto che gli addetti alla vigilanza di ANC diverse dialoghino fra loro, condividano esperienze e possano imparare gli uni dagli altri è di per sé un traguardo importante. La Corte ha riscontrato che l'ESMA è riuscita a promuovere approcci comuni e a migliorare la qualità della vigilanza dove aveva avviato, coordinato e sostenuto attività di vigilanza specifiche per affrontare singoli rischi in tutta l'UE, ad esempio attraverso le azioni di vigilanza comuni. Tuttavia, l'ESMA non dispone di sufficienti elementi che dimostrino che le sue attività hanno ridotto in misura significativa le divergenze esistenti.

**60** La Corte riconosce che è complesso misurare l'impatto dell'opera di convergenza dell'ESMA. Tuttavia, la sua attuale misurazione delle performance incentrata sulle realizzazioni (compresi i nuovi indicatori chiave di performance incentrati sui risultati, introdotti nel 2019) non consente di stabilire fino a che punto abbia contribuito a ridurre le divergenze esistenti nelle pratiche e nei risultati in materia di vigilanza. L'ESMA non è in grado di valutare il livello di divergenza, se non in settori in cui ha condotto verifiche inter pares o discussioni di casi e azioni di vigilanza comuni. Inoltre, l'ESMA non ha un quadro completo del modo in cui le ANC applicano nella pratica il diritto dell'UE. Questo è basato in larga misura su quanto le ANC condividono. L'ESMA non ha informazioni di prima mano sulle attività di vigilanza delle ANC né accesso a prove concrete, quali ad esempio i fascicoli di vigilanza.

## Il lavoro dell'ESMA ha messo in luce carenze nella vigilanza e potenziali distorsioni della concorrenza

**61** Per promuovere la fiducia degli investitori è essenziale assicurare il fermo e rigoroso rispetto delle leggi sugli strumenti finanziari costituiti da titoli, secondo i principi fondamentali della IOSCO<sup>22</sup>, ossia i principi internazionali per la regolamentazione dei titoli. Le direttive OICVM e GEFIA prevedono una serie completa di poteri di regolamentazione per far fronte alle violazioni dei requisiti obbligatori da parte dei fondi e dei relativi gestori. Questi poteri, che prevedono sanzioni amministrative, ordini di cessazione e addirittura revoca delle licenze, consentono di garantire con efficacia il rispetto della normativa.

**62** Dal lavoro dell'ESMA emerge che la qualità della vigilanza varia da uno Stato membro all'altro. L'ESMA è riuscita con efficacia ad aumentare l'attenzione prestata dalle ANC al monitoraggio e ha garantito l'esistenza di approcci comuni per quanto concerne la raccolta delle informazioni (compresa l'individuazione delle inadempienze da parte del settore in relazione agli obblighi normativi). Ne sono validi esempi il lavoro dell'ESMA sui falsi attivi e in materia di costi e commissioni, nonché l'azione di vigilanza comune sulla gestione del rischio di liquidità.

**63** Inoltre, la Corte ha constatato che l'ESMA ha avuto un impatto molto minore sulle pratiche e sui risultati di vigilanza riguardo al seguito assicurato dalle ANC nei casi in cui le sue attività avevano rivelato l'inadempienza di obblighi normativi. Le conoscenze acquisite dall'ESMA grazie all'opera di convergenza mostrano che vi è una generale mancanza di attività volte ad assicurare il rispetto delle norme per tutte le ANC dell'UE, seppure in misura diversa.

**64** La Corte ha riscontrato che le ANC sono generalmente riluttanti a ricorrere ai poteri di vigilanza formali, nonostante gli sforzi dell'ESMA per promuoverne l'uso. Dall'analisi dei documenti interni dell'ESMA effettuata dalla Corte risulta che i gestori dei fondi che violano gli obblighi normativi corrono solamente il rischio di ricevere una richiesta di adempimento da parte dell'ANC, di essere invitati a rimborsare commissioni indebitamente riscosse oppure, nel peggiore dei casi, di incorrere in una modesta ammenda.

---

<sup>22</sup> *Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, maggio 2017, sezione C. "Principles relating to enforcement", punto 1. "Preamble", pag. 63.

**65** Ad esempio, le relazioni annuali dell'ESMA sull'uso delle sanzioni per gli OICVM indicano che i poteri sanzionatori non sono utilizzati in pari misura tra le ANC e che, ad eccezione di alcune di esse, il numero e l'ammontare delle sanzioni inflitte a livello nazionale sono relativamente bassi<sup>23</sup>. Nel 2020, 13 ANC non hanno imposto alcuna sanzione. Le attività dell'ESMA di cui sopra rivelano carenze analoghe sul piano dell'applicazione delle norme.

**66** L'esame delle relazioni interne dell'ESMA condotto dalla Corte mostra che in alcuni casi le ANC non hanno assicurato un rigoroso rispetto della normativa, venendo meno così ai propri obblighi. La Corte ha constatato che l'ESMA, malgrado gli sforzi profusi, non è riuscita a promuovere un'applicazione esecutiva del diritto dell'Unione. In alcuni casi, le ANC hanno spiegato che gli obblighi giuridici nel paese di appartenenza non sono sufficientemente chiari, il che è indice di problemi nel recepimento o nell'applicazione delle direttive nei rispettivi Stati membri. A giudizio della Corte, i casi avrebbero potuto essere trattati con procedure per "violazione del diritto dell'Unione", facendo ricorso al ruolo dell'ESMA quale garante del rispetto della normativa.

**67** Uno degli obiettivi per cui si promuove la convergenza in materia di vigilanza è impedire le distorsioni della concorrenza e l'arbitraggio regolamentare che derivano da pratiche di vigilanza diverse, nonché assicurare che l'attività finanziaria non sia trasferita verso paesi con una vigilanza più accomodante. L'ESMA ha individuato pratiche divergenti in ambiti quali le deleghe, che sono potenzialmente in grado di dar luogo a tali distorsioni.

**68** Su questo problema è stata imperniata l'attività svolta dall'ESMA in relazione alla Brexit. A tale riguardo, la Corte ha constatato che l'ESMA era stata in grado di stabilire norme comuni per l'autorizzazione (anche per quanto concerne le deleghe) dei fondi e dei relativi gestori che non avevano più accesso al mercato unico. L'ESMA aveva stabilito una rete di coordinamento delle autorità di vigilanza che ha discusso 250 singoli casi in svariati settori, fra cui la gestione degli investimenti. La Corte ha rilevato che, grazie a un vasto coinvolgimento prima dell'adozione delle decisioni di vigilanza, l'ESMA ha contribuito a impedire l'insorgere di simili distorsioni della concorrenza.

---

<sup>23</sup> Comunicato stampa dell'ESMA.

## La Commissione e l'ESMA hanno adottato misure per proteggere meglio gli investitori, ma i costi rimangono elevati

**69** I prodotti di investimento sono complessi e può essere difficile confrontarli o cogliere appieno i rischi che comportano, in particolare per gli investitori (al dettaglio) non professionisti. Gli investitori al dettaglio dovrebbero quindi essere adeguatamente informati dei rischi potenziali. Il quadro giuridico dell'UE mira a ridurre i rischi di vendita impropria, in cui agli investitori al dettaglio sono venduti prodotti finanziari che non corrispondono alle loro esigenze o alle loro aspettative<sup>24</sup>.

### La normativa dell'UE prevede numerose misure a tutela degli investitori

**70** La normativa dell'UE volta a proteggere gli investitori è articolata in molti regolamenti, direttive, atti delegati della Commissione e orientamenti dell'ESMA. Alcune di queste misure sono incluse nelle direttive OICVM e GEFIA, altre nella MiFID, nel regolamento sui mercati degli strumenti finanziari (MiFIR) e nel regolamento sui prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (*packaged retail and insurance-based investment products – PRIIP*).

**71** Per l'investitore al dettaglio, il quadro dell'UE offre un livello di protezione relativamente elevato, ma limita intrinsecamente le sue possibilità di investire in fondi di paesi terzi, che spesso hanno costi inferiori.

**72** Tutte le ANC e le associazioni di gestione patrimoniale che hanno partecipato al sondaggio della Corte erano d'accordo, o fermamente d'accordo, che il quadro normativo dell'UE è stato efficace nel promuovere standard elevati di protezione per gli investitori. Tuttavia, una minoranza significativa di ANC, tra cui quelle di alcuni dei principali domicili degli OICVM, riteneva che gli investitori al dettaglio nei fondi OICVM non fossero ancora sufficientemente protetti dai rischi di:

- comunicazione insufficiente o errata delle implicazioni fiscali (39 %);
- costi e commissioni eccessivi (34 %);
- errata valutazione delle attività (26 %);
- comunicazione insufficiente o errata della ripartizione delle attività (18 %);

---

<sup>24</sup> Paragrafo 48 della [risoluzione del Parlamento europeo dell'8 ottobre 2020](#).

## Nonostante le varie azioni intraprese dall'UE, la trasparenza rimane un problema

### Gli investitori hanno ora accesso a maggiori informazioni circa gli OICVM

**73** Ai sensi della direttiva OICVM, tali organismi pubblicano tre relazioni: un prospetto, una relazione annuale e una relazione semestrale<sup>25</sup>. Nell'ambito della verifica dell'adeguatezza della segnalazione a fini di vigilanza condotta nel 2019<sup>26</sup>, la Commissione ha rilevato che, sebbene la direttiva OICVM stabilisca requisiti minimi per il contenuto di tali documenti, questo resta in buona parte a discrezione delle autorità nazionali competenti. Ciò significa che la segnalazione può variare a seconda degli Stati membri.

**74** Il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (*Key Investor Information Document*, KIID), introdotto nel 2011, è teso a fornire agli investitori al dettaglio migliori informazioni e contenuti di più facile comprensione, nonché ad agevolare il confronto tra prodotti. Ai sensi del relativo regolamento in materia<sup>27</sup>, tale documento deve contenere le caratteristiche essenziali dell'OICVM su cui l'investitore deve essere informato, nonché fornire ai (potenziali) investitori informazioni precontrattuali esatte, congrue, chiare e non fuorvianti.

**75** L'esattezza e l'affidabilità delle informazioni fornite nel KIID sono oggetto di contestazione. La banca centrale irlandese<sup>28</sup> ha riscontrato casi in cui la sezione del KIID relativa ai risultati ottenuti in passato non includeva le pertinenti informazioni in merito al parametro di riferimento. Nel 2019, l'ESMA ha diffuso domande/risposte sull'informativa riguardante il parametro di riferimento volte a chiarire le questioni connesse.

**76** Come sottolineato da alcuni dei partecipanti al sondaggio della Corte, le informazioni sui costi riportate nell'attuale documento contenente le informazioni chiave per gli investitori degli OICVM sono incomplete e potrebbero risultare fuorvianti

---

<sup>25</sup> Articoli 68-74 della [direttiva 2009/65/CE](#).

<sup>26</sup> [SWD\(2019\) 402 final](#).

<sup>27</sup> [Regolamento \(UE\) n. 583/2010 della Commissione, del 1° luglio 2010, recante modalità di esecuzione della direttiva 2009/65/CE per quanto riguarda le informazioni chiave per gli investitori](#).

<sup>28</sup> Banc Ceannais na hÉireann / Central Bank of Ireland, [Thematic review of closet indexing](#), lettera di settore del 18 luglio 2019.

per gli investitori in quanto li indurrebbero a credere che i costi siano inferiori alla realtà. In particolare, i costi di transazione non sono inclusi nel coefficiente di incidenza delle spese totali.

**77** Il regolamento relativo ai prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati<sup>29</sup>, entrato in vigore nel 2018, ha introdotto un documento contenente le informazioni chiave (*Key Information Document – KID*) uniforme applicabile ad un'ampia gamma di prodotti d'investimento al dettaglio. Gli OICVM e i FIA sono stati tuttavia temporaneamente esentati da tale obbligo. In esito a lunghe consultazioni con i portatori di interessi, nel gennaio 2021 il comitato congiunto delle autorità europee di vigilanza (AEV) ha raggiunto un compromesso sull'inclusione dei risultati passati nel KID e la Commissione ha adottato un regolamento delegato nel settembre 2021.

#### **L'ESMA ha reso più trasparenti i costi e le commissioni, ma permangono problemi relativi ai dati**

**78** Dal 2019, l'ESMA pubblica una relazione annuale sulla performance e i costi dei prodotti d'investimento al dettaglio allo scopo di mettere in guardia gli investitori circa il notevole impatto dei costi sul rendimento finale degli investimenti effettuati. Detta relazione fornisce una buona visione d'insieme della performance e dei costi dei diversi tipi di fondi, ma presenta una serie di debolezze:

- o riporta i costi per classe di attività (azioni/obbligazioni/portafoglio misto o alternativo), per tipo di gestione (attiva o passiva) e per domicilio del fondo, ma non per paese di distribuzione, per cui è difficile valutare se il mercato unico abbia ridotto le differenze di costo tra i mercati nazionali;
- o la disaggregazione dei costi per tipo (ad esempio, commissioni di gestione) è limitata o nulla (in riferimento, ad esempio, a distribuzione, incentivi). Ciò è connesso alla mancanza di dati granulari disponibili e al ricorso alle indagini realizzate congiuntamente alle ANC, e limita la comprensione dei motivi per cui i costi sono più elevati in alcuni domicili di fondi che in altri;
- o la relazione si basa su dati che risalgono ad oltre un anno prima e altrettanto vale per la relazione annuale dell'ESMA sui FIA.

---

<sup>29</sup> Regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 novembre 2014, relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati.

**79** Negli allegati sulla metodologia, l'ESMA sottolinea che una valutazione della performance e del costo dei prodotti di investimento di sua competenza è ostacolata sotto il profilo strutturale dall'assenza di dati pertinenti previsti dalla normativa:

- o i dati relativi ai fondi OICVM non sono accessibili a livello UE e i dati disponibili sul mercato offrono un livello di granularità e accuratezza limitato;
- o i dati obbligatori previsti della direttiva GEFIA non riguardano prove granulari sui costi dei fondi.

**L'ESMA e la Commissione non hanno ancora creato strumenti di confronto per gli investitori al dettaglio**

**80** Nonostante l'obiettivo principale fosse quello di fornire agli investitori informazioni sufficienti sui singoli fondi, resta difficile ottenere una visione d'insieme di tutti i fondi offerti e confrontare i prodotti. Il Parlamento europeo<sup>30</sup> ha chiesto "iniziative specificamente mirate agli investitori al dettaglio, anche agevolando lo sviluppo di strumenti di confronto dell'UE indipendenti e basati sul web, per aiutare gli investitori al dettaglio a stabilire quali siano i prodotti più adatti in termini di rischi, rendimento degli investimenti e valore per le loro esigenze e preferenze specifiche".

**Il *greenwashing* rappresenta un rischio crescente**

**81** Sempre più OICVM sono commercializzati come fondi attenti agli aspetti ambientali, sociali e di governance (*Environmental, Social and Governance, ESG*), con il conseguente rischio di un ecologismo di facciata o "greenwashing". Il regolamento relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari si applica ai fondi di investimento e mira ad aumentare la trasparenza e a contrastare il *greenwashing*. Poiché la maggior parte degli obblighi di informativa è diventata applicabile solo a partire dal 10 marzo 2021, è troppo presto per valutarne l'impatto. Prendendo le mosse dalla [risposta](#) fornita alla consultazione della Commissione sulla strategia rinnovata in materia di finanza sostenibile, l'ESMA ha di recente invocato

---

<sup>30</sup> [Risoluzione del Parlamento europeo dell'8 ottobre 2020 sull'ulteriore sviluppo dell'Unione dei mercati dei capitali: migliorare l'accesso al finanziamento sul mercato dei capitali, in particolare per le PMI, e accrescere la partecipazione degli investitori non professionali \(2020/2036\(INI\)\)](#).

azioni legislative in materia di rating e strumenti di valutazione inerenti all'ambito ESG<sup>31</sup>.

**82** Il mercato dei rating e degli altri strumenti di valutazione ESG non è attualmente regolamentato né soggetto a vigilanza. Ciò, in concomitanza con i crescenti obblighi normativi per quanto riguarda la presa in considerazione delle informazioni ESG, fa aumentare il rischio di *greenwashing*, allocazione inefficiente del capitale e vendite improprie di prodotti.

## **L'ESMA, la Commissione e le ANC hanno contribuito a imprimere ai costi degli OICVM una tendenza al ribasso**

### **I costi restano elevati**

**83** Dopo essersi assestati su un livello elevato per molti anni, a partire dal 2017 i costi degli OICVM sono leggermente diminuiti. Tuttavia, restano molto più elevati rispetto a quelli del fondo medio domiciliato negli Stati Uniti. Ciò è generalmente ascritto alle minori dimensioni dei fondi nell'UE (cfr. paragrafo **04**) e alla più ridotta quota di mercato (8,3 %) dei fondi passivi e dei fondi indicizzati quotati. I fondi domiciliati in Lussemburgo e in Irlanda, fra gli altri, addebitano costi superiori alla media<sup>32</sup>.

**84** In termini lordi, i fondi azionari gestiti attivamente hanno ottenuto rendimenti migliori rispetto ai fondi gestiti passivamente, ma peggiori su base netta, in ragione dei costi più elevati. L'ESMA ha rilevato che, grazie alle economie di scala nella gestione dei fondi, quelli di maggiore entità avevano costi inferiori. Per i fondi azionari, i costi ammontavano in media all'1,4 % per i fondi di maggiore entità e all'1,8 % per quelli di minore entità.

---

<sup>31</sup> Lettera del presidente dell'ESMA Steven Maijor alla commissaria Mairead McGuinness, 28 gennaio 2021, ESMA30-379-423.

<sup>32</sup> *Performance and Costs of EU Retail Investment Products – ESMA Annual Statistical Report 2021*.

## La pratica dei falsi attivi è meno frequente, ma persiste

**85** Da un'indagine dell'ESMA avviata nel 2019 è emerso che permane una divergenza nel modo in cui il concetto di "costi indebiti" è interpretato nell'UE e nell'approccio alla vigilanza delle disposizioni relative ai costi. Secondo l'ESMA<sup>33</sup>, tale mancanza di convergenza non solo lascia margine all'arbitraggio regolamentare e rischia di distorcere la concorrenza nel mercato dell'UE, ma può anche tradursi in diversi livelli di tutela degli investitori, a seconda del domicilio del fondo.

**86** Quella dei falsi attivi è una pratica mediante la quale i gestori patrimoniali dichiarano di gestire i propri fondi in maniera attiva, allo scopo di superare l'indice di riferimento. In realtà, tuttavia, restano in prossimità di un parametro di riferimento, il che richiede meno risorse da parte del gestore degli investimenti. Tendenzialmente, per tali fondi si applicano commissioni di gestione più elevate rispetto a quelle dei fondi gestiti passivamente<sup>34</sup>. Dall'analisi condotta dall'ESMA cinque anni fa è emerso che potrebbero essere in realtà fondi indicizzati tra il 5 % e il 15 % dei fondi azionari dell'UE per cui è dichiarata una gestione attiva (cfr. anche [riquadro 4](#)). Dati più recenti per il 2020 indicano che tale percentuale è scesa portandosi su un valore compreso tra il 2 % e il 6 %.

---

<sup>33</sup> ESMA, *Supervisory briefing on the supervision of costs*, 2020.

<sup>34</sup> ESMA, *Statement – Supervisory work on potential closet index tracking*, 2 febbraio 2016, ESMA/2016/165. Cfr. anche relazione dell'ESMA su tendenze, rischi e vulnerabilità (TRV) n. 1/2021.

## Riquadro 4

### La pratica dei falsi attivi

Nel 2018-2019, la banca centrale irlandese ha effettuato un'analisi tematica della pratica dei falsi attivi<sup>35</sup>, relativa a tutti i fondi irlandesi OICVM autorizzati classificati come gestiti attivamente. I principali risultati dell'analisi sono stati i seguenti:

- il prospetto e il KIID non hanno sempre fornito agli investitori informazioni sufficienti o esatte sulla strategia del fondo di investimento;
- casi di governance e controlli carenti;
- casi in cui il fondo aveva un valore-obiettivo di superamento dell'indice inferiore alla commissione applicata, il che implica che quest'ultima annulla qualsiasi superamento conseguito;
- in alcuni casi, la sezione del KIID relativa ai risultati ottenuti in passato non conteneva alcun termine di paragone, il che significa che per gli investitori non era possibile stabilire se il fondo avesse un buon rendimento rispetto al parametro di riferimento.

**87** Nel 2021 l'ESMA ha avviato un'azione di vigilanza comune sui costi allo scopo di verificare che i gestori dei fondi: 1) rispettino le disposizioni in materia di informativa relative ai costi nello svolgimento delle loro attività con la competenza, l'impegno e la diligenza necessari, nel migliore interesse del fondo che gestiscono; 2) agiscano in modo leale e corretto; 3) non addebitino agli investitori costi indebiti<sup>36</sup>. L'azione di vigilanza comune riguarda sia gli OICVM che i FIA commercializzati presso investitori al dettaglio e dovrebbe in linea di principio verificare che i gestori abbiano posto in essere politiche dei prezzi che consentano di identificare e quantificare chiaramente tutti i costi addebitati al fondo e che le politiche siano correttamente applicate nella pratica. I risultati sono attesi per l'inizio del 2022.

<sup>35</sup> Banc Ceannais na hÉireann / Central Bank of Ireland, *Thematic review of closet indexing*, lettera settoriale del 18 luglio 2019.

<sup>36</sup> ESMA34-45-970 (metodologia dell'azione di vigilanza comune su costi e commissioni)

## L'UE non ha contrastato a sufficienza gli incentivi indebiti

**88** Il fatto che i potenziali investitori nei fondi siano adeguatamente tutelati e in grado di scegliere l'investimento più adatto alle loro esigenze dipende non solo dagli obblighi imposti sui fondi e sui relativi gestori, ma anche dalla consulenza ricevuta dagli intermediari finanziari.

**89** I costi sono costituiti fino a metà da incentivi, che sono ancora consentiti nella maggior parte degli Stati membri. La normativa<sup>37</sup> si limita a stabilire che gli incentivi non debbano far insorgere un conflitto di interesse e che il cliente debba esserne informato. Dovrebbero avere lo scopo di accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e non pregiudicare il rispetto del dovere dell'impresa di investimento di agire in modo onesto, equo e professionale nel migliore interesse del cliente. Alcuni Stati membri come i Paesi Bassi hanno vietato gli incentivi, che rappresentano circa la metà dei costi ricorrenti di molti OICVM.

**90** La Commissione ha sottolineato che il modello di distribuzione nell'Europa continentale si fonda ancora in larga misura sul modello di remunerazione basato sulle commissioni, dove banche e assicurazioni rappresentano i distributori ai clienti finali più diffusi<sup>38</sup>. Dallo studio emerge inoltre che, nei paesi che hanno introdotto un divieto sugli incentivi, le commissioni correnti dei fondi azionari, obbligazionari e misti sono nettamente più basse. Poiché le commissioni rappresentano il principale fattore trainante, i fondi passivi (compresi i fondi indicizzati quotati), raramente soggetti a commissioni, sono stati tradizionalmente trascurati dalle banche, poco inclini a commercializzare prodotti con onorari bassi<sup>39</sup>.

---

<sup>37</sup> Direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

<sup>38</sup> Commissione europea, *Distribution systems of retail investment products across the EU – Final report*, 2018, pag. 26.

<sup>39</sup> Apostolos Thomadakis, *The European ETF Market: What can be done better?*, ECMI Commentary, n. 52, 24 aprile 2018.

**91** Nella propria relazione di consulenza tecnica alla Commissione del marzo 2020<sup>40</sup>, l'ESMA non ha assunto una posizione chiara in merito ad un divieto assoluto degli incentivi per tutti i servizi di investimento coperti dalla MiFID. Le organizzazioni dei consumatori intervistate dalla Corte sono a favore di detto divieto. La Commissione sta attualmente esaminando la questione nel contesto della propria strategia dell'UE per gli investitori al dettaglio.

**92** Nel 2017 un contraente privato ha effettuato acquisti in incognito ("*mystery shopping*") per conto della Commissione e rilevato che, in ogni Stato membro, consulenti non indipendenti di banche e compagnie di assicurazione proponevano quasi esclusivamente un prodotto interno o una selezione limitata di tali prodotti<sup>41</sup>. La maggior parte dei consulenti automatizzati ("*robo-advisor*") tendeva invece a proporre fondi indicizzati quotati. Un esercizio di *mystery shopping* realizzato dall'ANC francese ha evidenziato che prodotti come i fondi indicizzati quotati (o altri fondi di investimento a basso costo) non vengono proposti agli investitori al dettaglio, benché palesemente corrispondenti alle loro esigenze di investimento<sup>42</sup>.

## L'identificazione dei rischi sistemici richiede ulteriori progressi

**93** Per "rischio sistemico" si intende un rischio di perturbazione del sistema finanziario con possibili gravi conseguenze negative per il mercato interno e l'economia nel suo complesso. L'ESMA è tenuta, in collaborazione con il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS)<sup>43</sup>, a elaborare un approccio e criteri comuni per l'individuazione e la misurazione del rischio sistemico rappresentato dagli operatori chiave dei mercati finanziari, nonché un adeguato sistema delle prove di stress che consenta di valutare tale rischio. Gli operatori dei mercati finanziari che potrebbero comportare un rischio sistemico sono soggetti a una vigilanza rafforzata.

---

<sup>40</sup> ESMA's *Technical Advice to the Commission on the impact of the inducements and costs and charges disclosure requirements under MiFID II*, 31 marzo 2020, ESMA35-43-2126.

<sup>41</sup> Commissione europea, *Distribution systems of retail investment products across the EU – Final report*, 2018, pag. 22.

<sup>42</sup> AMF, "*2016 Risk Outlook*", *Risk and Trend Mapping No 17*.

<sup>43</sup> Al CERS, creato nel 2009, è stata conferita la responsabilità della vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario all'interno dell'UE al fine di contribuire a prevenire o mitigare i rischi sistemici per la stabilità finanziaria.

## La valutazione e il monitoraggio dei rischi sistemici sono in fase iniziale

**94** Né l'ESMA né il CERS hanno inventariato le pratiche adottate negli Stati membri per monitorare il rischio sistemico. Le ANC, però, sono rappresentate nella struttura di governance di entrambi questi organismi, oltre che nei gruppi di lavoro tecnici.

**95** Il Consiglio per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Board – FSB*)<sup>44</sup> ha individuato le seguenti categorie di rischio sistemico.

- disallineamenti tra la liquidità delle attività dei fondi di investimento e le condizioni di rimborso;
- leva finanziaria nei fondi di investimento;
- rischio operativo;
- rischi derivanti da operazioni di prestito titoli<sup>45</sup>.

**96** La Corte ha rilevato che la prima categoria è disciplinata dagli orientamenti dell'ESMA e che ha avuto inizio il monitoraggio nel contesto dell'esercizio di simulazione di stress (cfr. paragrafi [104-106](#)). La seconda categoria è oggetto degli orientamenti relativi ai FIA, mentre il rischio di leva finanziaria per gli OICVM è limitato dal quadro normativo. L'ESMA ha inoltre elaborato un progetto di manuale sull'analisi dei rischi dei FIA rivolto alle ANC. Inoltre, il CERS ha formulato due raccomandazioni riguardanti elementi delle prime due categorie di rischio<sup>46</sup> e ha concluso che, nel complesso, l'ESMA vi ha ottemperato appieno. Le relative raccomandazioni del CERS del 2017 (termine di attuazione: 31.12.2020) sulle modifiche legislative (ad esempio, strumenti di gestione della liquidità, disallineamenti di liquidità e regime di segnalazione per gli OICVM) non sono ancora state prese in considerazione dalla Commissione. La Commissione ha informato la Corte che avrebbe proposto le modifiche legislative nel quadro della revisione della direttiva GEFIA in corso.

---

<sup>44</sup> L'FSB è un organismo internazionale che monitora il sistema finanziario mondiale e formula raccomandazioni al riguardo.

<sup>45</sup> FSB, *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, 12 gennaio 2017.

<sup>46</sup> CERS/2017/6 e CERS/2020/4.

**97** Il quadro normativo contempla disposizioni generali sulla gestione del rischio e sulla continuità operativa<sup>47</sup>. Tuttavia, il rischio operativo (compresi la continuità operativa, il trasferimento delle attività dei clienti in caso di stress nel mercato e il rischio reputazionale) non è oggetto di orientamenti aggiornati dell'ESMA.

**98** Nel 2017, l'FSB ha raccomandato che le autorità di vigilanza monitorino gli indennizzi forniti da agenti prestatori al fine di individuare i rischi e l'eventuale arbitraggio regolamentare che potrebbero incidere negativamente sulla stabilità finanziaria<sup>48</sup>. Tali servizi non sono elencati nel quadro delle direttive GEFIA/OICVM.

**99** Il lavoro di valutazione del rischio condotto dall'ESMA in relazione ai fondi di investimento si riflette principalmente in quattro relazioni fondamentali:

- un quadro operativo dei rischi (pubblicato con cadenza semestrale);
- una relazione su tendenze, rischi e vulnerabilità;
- una relazione statistica annuale sulla performance e i costi dei prodotti d'investimento al dettaglio dell'UE;
- una relazione statistica annuale sui fondi di investimento alternativi dell'UE.

**100** Nonostante il quadro operativo dei rischi dell'ESMA si avvalga di una serie completa di indicatori e fornisca un'analisi breve e concisa, non descrive sistematicamente i rischi connessi ai paesi, informazione che potrebbe a sua volta essere utilizzata a fini macroprudenziali.

**101** La Corte ha rilevato che la relazione di monitoraggio dei rischi di intermediazione finanziaria non bancaria nell'UE stilata dal CERS fornisce una buona analisi del settore dei fondi di investimento mediante approcci basati su entità, attività e prodotti al fine di fornire una precisa scomposizione dei fondi per tipo. Mentre i tipi di fondi e le attività sono disaggregati per paese, i rischi non lo sono.

---

<sup>47</sup> Ad esempio, l'articolo 57, paragrafo 3, del regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione, di secondo livello, che integra la direttiva GEFIA, nonché l'articolo 4, paragrafo 3, della direttiva 2010/43/UE della Commissione, di secondo livello, che integra la direttiva OICVM.

<sup>48</sup> FSB, *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, 12 gennaio 2017.

**102** La Corte ha riscontrato che i seguenti vincoli limitano una maggiore esaustività del quadro fornito e l'attendibilità dell'analisi:

- o indisponibilità/inutilizzabilità di alcuni dati relativi ai FIA (cfr. paragrafi [121](#) e [123](#));
- o ritardi nell'utilizzo degli FCM/difficoltà nell'utilizzo di alcuni dati della direttiva GEFIA (cfr. paragrafi [111](#) e [121-122](#)).

### **Non sono state condotte prove di stress prudenziali e, sebbene i lavori siano iniziati, il follow-up delle simulazioni è insufficiente**

**103** Le prove di stress prudenziali dovrebbero identificare i fondi che comportano un rischio sistemico e rilevarne i relativi modelli per far sì che tale rischio sia mitigato<sup>49</sup>. In cooperazione con il CERS, l'ESMA ha facoltà di avviare e coordinare le prove di stress in tutta l'UE al fine di valutare la resilienza degli operatori dei mercati finanziari agli sviluppi negativi dei mercati.

**104** L'ESMA non ha ancora condotto una prova di stress prudenziale per i fondi di investimento, ma nel 2019 ha effettuato una simulazione di stress al fine di valutare la resilienza del settore dei fondi dell'UE e di individuare potenziali vulnerabilità. La simulazione è stata effettuata su 6 600 fondi OICVM a reddito fisso per un valore patrimoniale netto di 2 490 miliardi di euro<sup>50</sup>. Ai fondi è stato applicato uno shock di riscatto ed è stato simulato l'impatto sul mercato. Sono stati utilizzati dati commerciali, in quanto l'ESMA ha ritenuto i dati delle ANC troppo eterogenei.

**105** Il quadro di simulazione di stress rappresenta un buon punto di partenza. Gli strumenti attuali, l'infrastruttura tecnica e la qualità dei dati presentano debolezze. Non è stato realizzato alcun follow-up sistematico dei risultati della simulazione delle condizioni di stress. Questi ultimi sono stati condivisi con 11 ANC su base volontaria, ma solo cinque di esse hanno optato per una discussione di follow-up con l'ESMA. Una ANC con un settore dei fondi notevole ha indicato di non voler avere una discussione di follow-up con l'ESMA. Nel contesto delle relazioni statistiche annuali, l'ESMA ha inoltre inviato alle ANC gli elenchi dei fondi che presentavano rischi, ma non è stato condotto alcun apposito follow-up in merito alle informazioni fornite, né ne sono stati esaminati gli insegnamenti tratti.

---

<sup>49</sup> Articolo 22, paragrafo 2, e articolo 23 del [regolamento ESMA](#).

<sup>50</sup> *ESMA Economic Report – Stress simulation for investment funds 2019*.

**106** Nel maggio 2020 il CERS ha raccomandato all'ESMA di affrontare il rischio di liquidità relativo ai fondi di investimento<sup>51</sup>. L'ESMA se n'è occupata nella propria relazione del novembre 2020e in questo contesto è stato utilizzato il quadro di simulazione delle condizioni di stress. Tutti i risultati sono stati condivisi con le ANC nel dicembre 2020, compresa l'identità dei fondi considerati potenzialmente rischiosi. Il personale dell'ESMA ha concordato con i membri del Comitato permanente sulla gestione degli investimenti che avrebbe riferito in merito alle azioni di follow-up intraprese dalle ANC, compreso l'elenco dei fondi potenzialmente rischiosi. Le ANC dovevano fornire all'ESMA una relazione con una risposta esaustiva nell'ottobre 2021. Nonostante lo iato temporale, questo rappresenta un importante miglioramento. I singoli nomi dei fondi considerati potenzialmente rischiosi non sono stati condivisi con il CERS.

**107** I lavori concettuali relativi alle prove di stress con approccio top down<sup>52</sup> e a un modello globale in grado di cogliere l'interrelazione tra i settori bancario, dei fondi e assicurativo, al fine di fornire un quadro completo del rischio sistemico, non hanno finora condotto all'elaborazione di un piano di progetto sistematico da parte dell'ESMA. Detti lavori potrebbero includere anche gli hedge fund e i fondi che, pur non essendo soggetti a vigilanza nell'UE<sup>53</sup>, rappresentano una minaccia per il sistema finanziario.

### **Gli orientamenti interni in materia di prove di stress sono adeguati, ma i risultati di tale prove non sono utilizzati in modo efficace**

**108** Obiettivo di una prova di stress sulla liquidità relativa ai fondi di investimento è valutare la resilienza di questi ultimi agli shock di riscatto, a livello individuale o settoriale. Le prove di stress possono essere effettuate dai fondi stessi (prove di stress interne) o da autorità di vigilanza (prove di stress prudenziali). Per quando concerne le prove di stress interne, il quadro giuridico è diverso per i FIA, gli OICVM e gli FCM. La [figura 9](#) illustra i nessi tra i tipi di fondi, la normativa in materia e i relativi orientamenti.

---

<sup>51</sup> [Raccomandazione del CERS relativa ai rischi di liquidità nei fondi di investimento \(CERS/2020/4\)](#).

<sup>52</sup> Cfr. ad esempio Gourdel R., Maqui E. e Sydow M., ["Investment funds under stress"](#), *Working Paper 2323* della BCE, 2019.

<sup>53</sup> I fondi non soggetti a vigilanza nell'UE possono rappresentare importanti classi di attività per gli investitori, compresi gli istituti finanziari.

**Figura 9 – Sistemi di prove di stress per i FIA, gli OICVM e gli FCM**

TIPO DI FONDO	<p><b>Fondi di investimento alternativi (FIA)</b></p> <p>Articoli 15, 16, 24, 25 della direttiva GEFIA</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>I fondi devono riferire i risultati delle prove di stress interne alle ANC</li> <li>Le ANC dovrebbero valutare se il rischio sistemico è accresciuto sulla base delle informazioni comunicate ai sensi dell'articolo 24</li> <li>Le informazioni connesse vanno condivise con le ANC dell'UE, l'ESMA e il CERS (cooperazione di vigilanza)</li> <li>L'ESMA può stabilire che un FIA mette a rischio la stabilità finanziaria e può emettere un avviso all'ANC</li> </ul>	<p><b>Organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM):</b></p> <p>Articolo 51 della direttiva OICVM; articolo 40, paragrafo 3, della direttiva 2010/43/UE recante le modalità di esecuzione della direttiva OICVM</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Disposizioni ad alto livello per la gestione del rischio</li> <li>Nessuna menzione specifica alla conduzione di prove di stress</li> </ul>	<p><b>Fondi comuni monetari (FCM)</b></p> <p>Articoli 28 e 37 del regolamento FCM, regolamento delegato (UE) 2018/708 della Commissione del 17 aprile 2018</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Obbligo di condurre prove di stress periodiche a livello di fondo con frequenza almeno semestrale</li> <li>Se vengono evidenziate vulnerabilità dell'FCM, occorre elaborare una relazione e trasmetterla all'ANC</li> <li>Comunicazione ai sensi dell'articolo 37 del regolamento FCM: le informazioni sono trasmesse alle ANC con cadenza annuale/trimestrale</li> </ul>	
ORIENTAMENTI	<p><b>Orientamenti sull'articolo 25 della direttiva GEFIA</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>I gestori di fondi individuano i FIA che hanno maggiori probabilità di mettere a rischio il sistema finanziario</li> <li>I gestori di fondi valutano i rischi connessi</li> <li>Le ANC sono tenute informate</li> </ul>	<p><b>Orientamenti per le prove di stress di liquidità condotte sui FIA e sugli OICVM (16 luglio 2020)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Definizione dei modelli per le prove di stress di liquidità, comprensione dei rischi, governance</li> <li>Frequenza, strategie, scenari, dati</li> <li>Interazione con le ANC</li> </ul>	<p><b>Orientamenti sull'informativa da trasmettere alle autorità competenti ai sensi dell'articolo 37 del regolamento FCM</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Descrizione dettagliata di cosa comunicare (campi di dati), comprese anche le informazioni sulle prove di stress</li> </ul>	<p><b>Orientamenti sugli scenari delle prove di stress ai sensi del regolamento FCM del 2019 e del 2020 (19.7.2019 e 16/12/20)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Orientamenti generali sulle prove di stress interne e sugli scenari delle prove di stress (parametri)</li> </ul>
RENDICONTAZIONE	<p><b>La rendicontazione alle ANC è sistematica, mentre la condivisione con l'ESMA in genere non lo è</b></p>	<p><b>La rendicontazione alle ANC non è sistematica, l'ESMA non è coinvolta</b></p>	<p><b>La rendicontazione alle ANC è periodica, l'ESMA ha ricevuto le prime relazioni ai sensi dell'articolo 37 solo nel giugno 2021</b></p>	

Fonte: Corte dei conti europea.

**109** La Corte ha rilevato che l'ESMA ha elaborato orientamenti adeguati in merito alle prove di stress interne sia per gli OICVM che per i FIA. Tuttavia, il livello di controllo dei risultati delle prove di stress interne, sempre che vi sia, è interamente a discrezione delle ANC e l'ESMA non dispone di alcuna informazione al riguardo. Inoltre, gli OICVM effettuano prove di stress interne e solo in presenza di rischi rilevanti devono renderne conto all'ANC competente, la quale dovrebbe poi informare l'ESMA. Ciò non si è tuttavia ancora verificato. Nonostante l'ESMA abbia accesso a tutti i risultati delle prove di stress condotte sui FIA, la metodologia che ne è alla base è a discrezione del

gestore del fondo, motivo per cui l'ESMA non ha messo a confronto o utilizzato i risultati.

**110** Per quanto riguarda gli FCM, il regolamento FCM dispone che l'ESMA emani orientamenti contenenti parametri di riferimento comuni per le prove di stress. In tale contesto, l'ESMA ha definito un forte shock di riscatto (con un tasso di riscatto del 30-40 %) ma ha seguito la calibrazione dei parametri del CERS (ad esempio, tassi di interesse e tassi di cambio), anziché stabilire essa stessa la gravità per questi parametri. L'ESMA non ha richiesto analisi di sensibilità ex ante in relazione ai parametri al fine di ottenere una migliore comprensione dei fattori di rischio. Esegue tuttavia analisi ex post dell'impatto dei parametri dopo aver ricevuto i risultati.

**111** Dato il quadro normativo, i dati relativi alle prove di stress per gli OICVM non sono sistematicamente aggregati, esaminati o comunicati, se non per gli FCM. Tali dati potrebbero essere utilizzati per elaborare prove di stress prudenziali o verifiche retrospettive dei risultati delle simulazioni di stress. Per gli FCM, i dati sono stati comunicati molto tardi e l'ESMA ha iniziato ad esaminare i dati relativi al primo trimestre del 2020, ricevuti a metà 2021, intorno alla fine di quest'anno.

### **Le lacune e le sovrapposizioni nella raccolta dei dati ostacolano l'individuazione dei rischi per la stabilità finanziaria e gli investitori**

**112** Il monitoraggio efficace dei rischi sistemici e dei rischi per gli investitori dipende dalla disponibilità di dati idonei. Affinché sia possibile effettuare analisi dei rischi istruttive, è necessario che i dati siano sufficientemente granulari, di buona qualità e confrontabili tra paesi. Per essere efficiente, la raccolta dei dati non dovrebbe gravare con inutili oneri sul settore e dovrebbe rispondere alle esigenze in materia di dati di tutte le autorità che chiedono di accedere alle informazioni per adempiere ai rispettivi mandati.

**113** Sia le direttive OICVM e GEFIA che il regolamento FCM dispongono che i fondi o i relativi gestori comunichino i dati dalle ANC. Tuttavia, il tipo di dati, il formato e il livello di precisione da comunicare variano a seconda del tipo di fondo di investimento e le ANC non sono sempre tenute a condividere tali dati con l'ESMA o il CERS. Gli obblighi riflettono il livello di rischio derivante dal rispettivo fondo, ma anche la data a cui risale il relativo atto normativo. Il regime di segnalazione per gli FCM è più

completo di quello stabilito dalle direttive GEFIA e OICVM e si basa su dati granulari mediante l'utilizzo di identificatori internazionali.

### **La mancanza di un regime di segnalazione armonizzato per gli OICVM ostacola la capacità dell'ESMA di valutare il livello di preparazione alle crisi dei fondi e di condurre prove di stress**

**114** La direttiva GEFIA specifica gli obblighi di segnalazione a cui sono soggetti i GEFIA nei confronti delle ANC dello Stato membro d'origine. Vi rientra l'obbligo di fornire informazioni relative ai fondi che un determinato GEFIA gestisce, comprese le strategie di investimento, nonché i mercati più importanti, i valori patrimoniali netti e il profilo di liquidità del portafoglio<sup>54</sup>. Le ANC sono tenute a condividere tali dati con l'ESMA su base periodica (cfr. *allegato*)<sup>55</sup>.

**115** Di contro, non esiste ancora a livello UE un quadro armonizzato per la segnalazione relativo agli OICVM. Sebbene la direttiva OICVM stabilisca il contenuto minimo di alcuni documenti essenziali che ogni OICVM deve produrre, altri elementi relativi alla segnalazione restano a discrezione delle ANC. Di conseguenza, le pratiche in materia differiscono notevolmente tra le ANC in termini di frequenza, OICVM coperti e dati comunicati<sup>56</sup>. I dati generati non sono comparabili.

**116** Data la mancanza di obblighi di segnalazione dettagliata a carico degli OICVM, è stato difficile per l'ESMA effettuare le analisi necessarie a valutare il livello di preparazione alle crisi dei fondi di investimento che hanno esposizioni significative in obbligazioni societarie e nel settore immobiliare nel contesto della crisi dovuta alla COVID-19<sup>57</sup>. Ha inoltre ostacolato la capacità dell'ESMA di condurre simulazioni di stress ed effettuare prove di stress prudenziali.

---

<sup>54</sup> Direttiva GEFIA, articolo 24.

<sup>55</sup> Direttiva GEFIA, articolo 25, paragrafo 2.

<sup>56</sup> CERS/2017/6.

<sup>57</sup> CERS/2020/4.

**117** Inoltre, la direttiva OICVM non impone esplicitamente alle ANC di condividere i dati raccolti a fini di vigilanza con l'ESMA, ma quest'ultima può richiedere informazioni per svolgere i compiti che le sono attribuiti<sup>58</sup>. Se l'ANC non è in grado di soddisfare in maniera adeguata la richiesta dell'ESMA, questa può rivolgersi alle autorità nazionali, fra cui banche centrali nazionali e uffici statistici, o direttamente agli operatori di mercato. A giudizio dell'ESMA, tali richieste di dati richiedono comunque l'approvazione del consiglio delle autorità di vigilanza e sono pertanto avanzate solo in via eccezionale.

**118** Da un'indagine condotta dall'ESMA presso 10 ANC nel 2021 è emerso che, sebbene quasi tutte le ANC raccolgano dati sugli OICVM e sulle società di gestione degli OICVM, i regimi di segnalazione differiscono notevolmente. Data la mancanza di accesso diretto e di coerenza nelle segnalazioni, finora l'ESMA non ha chiesto loro di comunicare tali dati.

**119** L'ESMA e il CERS, pertanto, si basano su altre fonti di dati, per lo più commerciali, per la segnalazione e l'analisi relative agli OICVM (cfr. *allegato*). Secondo l'ESMA e i portatori di interessi interpellati dalla Corte, nonostante i fondi comunichino di frequente informazioni ai fornitori commerciali, l'affidarsi a dati commerciali pone problemi legati alla completezza e alla qualità dei dati.

**120** Nel 2017 il CERS ha raccomandato ai legislatori dell'UE di avviare un regime di segnalazione armonizzato per gli OICVM<sup>59</sup>, raccomandazione a cui però non è stato dato seguito. La maggior parte delle ANC e delle associazioni di gestione patrimoniale che hanno partecipato al sondaggio della Corte si è detta d'accordo o pienamente d'accordo sul fatto che il quadro normativo relativo ai fondi di investimento trarrebbe vantaggio da un miglioramento degli obblighi di segnalazione. Il suggerimento avanzato è potenzialmente di allineare in futuro il regime di segnalazione per gli OICVM con quello della direttiva GEFIA, tenendo conto delle differenze tra i due tipi di fondi di investimento.

---

<sup>58</sup> Regolamento (UE) n. 1095/2010, articolo 35.

<sup>59</sup> CERS/2017/6, raccomandazione D.

## Alcuni requisiti essenziali in materia di segnalazione non sono obbligatori nella direttiva GEFIA

**121** Sebbene la direttiva GEFIA preveda un regime di segnalazione armonizzato, l'utilità di quest'ultimo è limitata dall'assenza dell'obbligo per i gestori di fondi di comunicare alcuni dati fondamentali. In particolare, nonostante ai sensi della direttiva GEFIA e del regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione i GEFIA debbano fornire l'identificativo della persona giuridica (*Legal Entity Identifier*, LEI) per consentire il riconoscimento di se stessi e dei fondi che gestiscono, la comunicazione di tale identificativo ad un ulteriore livello di dettaglio (ad esempio, gli intermediari principali dei FIA) resta facoltativa. Gli orientamenti stabiliscono inoltre che i GEFIA forniscano il numero internazionale di identificazione dei titoli (*International Securities Identification Number*, ISIN) e altri codici internazionali che i FIA possono avere, ma solo se disponibili.

**122** Il regime attuale si è tradotto in una bassa percentuale di GEFIA e FIA che di fatto comunicano identificativi comuni quali i LEI e gli ISIN. Di contro, la copertura del LEI per i fondi con esposizioni in derivati è superiore alla media. Ciò è ascrivibile al fatto che, a differenza della direttiva GEFIA, l'EMIR prevede che le controparti comunichino i codici internazionali di identificazione dei soggetti giuridici e gli ISIN. Una maggiore copertura dei LEI e degli ISIN consentirebbe all'ESMA e al CERS di collegare più efficacemente diversi dati sui GEFIA e sui FIA e di individuare i rischi sistemici<sup>60</sup>.

## Le banche centrali nazionali raccolgono dati a fini di segnalazione statistica, ma questi non sono messi a disposizione dell'ESMA e del CERS

**123** Attualmente l'ESMA non dispone di dati sui portafogli dei fondi per gli OICVM e i FIA. Tuttavia, dati a questo livello sarebbero necessari per condurre analisi dei rischi istruttive e prove di stress prudenziali che si basino su dati previsti dalla normativa anziché commerciali.

---

<sup>60</sup> CERS, "The benefits of the Legal Entity Identifier for monitoring systemic risk", *Occasional Paper Series* n. 18, settembre 2021.

**124** Le banche centrali nazionali (BCN) sono già tenute a raccogliere dati granulari sui fondi di investimento (compresi i FIA e gli OICVM, ma non gli FMC) in maniera uniforme ai fini della segnalazione statistica della BCE<sup>61</sup>. Tali dati comprendono dati relativi al fondo a livello di ISIN. Tuttavia, le BCN forniscono tali dati alla BCE solo in forma aggregata, in quanto il regime di riservatezza sancito dal Consiglio nel 1998 limita in ampia misura l'uso dei dati riservati raccolti dalle BCN "esclusivamente per lo svolgimento dei compiti del SEBC"<sup>62</sup>. Alcuni dei dati aggregati raccolti dalla BCE sono già resi accessibili all'ESMA e al CERS, ma non sono abbastanza granulari da consentire un adeguato monitoraggio del rischio sistemico.

**125** L'ESMA e il CERS non hanno esplorato appieno le possibilità di accesso e utilizzo di dati più granulari a livello di portafoglio raccolti dalle BCN (cfr. paragrafo **117**), adducendo ostacoli di carattere giuridico e operativo. La Corte rileva che, in certi casi, le BCN sono anche le autorità responsabili della vigilanza sui fondi di investimento.

---

<sup>61</sup> Regolamento UE n. 1073/2013 della Banca centrale europea (BCE/2013/38).

<sup>62</sup> Regolamento (CE) n. 2533/98 del Consiglio, articolo 8, primo comma, punto 1).

## Conclusioni e raccomandazioni

**126** La conclusione generale della Corte è che, sebbene le azioni dell'UE abbiano consentito di istituire un mercato unico per i fondi di investimento, non sono ancora riuscite a conseguire i risultati auspicati, in quanto le attività transfrontaliere autentiche e i benefici per gli investitori rimangono limitati. In aggiunta, l'uniformità e l'efficacia della vigilanza dei fondi e della tutela degli investitori sono insufficienti.

**127** La Commissione e i colegislatori dell'UE hanno stabilito obiettivi ambiziosi per un mercato unico dei fondi di investimento, in particolare di consentire la distribuzione efficiente dei fondi in altri Stati membri, di tutelare gli investitori in maniera efficace e uniforme e di creare pari condizioni per la competitività (cfr. paragrafi [16-17](#)). La Corte conclude che la Commissione e i colegislatori hanno reso possibili le attività transfrontaliere grazie al "regime dei passaporti", ma sono riusciti in misura solo limitata ad aumentare il numero di fondi transfrontalieri autentici (ossia, quelli commercializzati in diversi Stati membri), che costituiva un obiettivo fondamentale. Tale numero è aumentato solo marginalmente (cfr. paragrafi [18-21](#)).

**128** La Corte ha rilevato che i benefici attesi per gli investitori, quali commissioni meno elevate grazie alla concorrenza e all'innovazione o l'accesso a un maggior numero di prodotti, non si sono concretizzati. I costi continuano ad essere elevati e variano notevolmente da uno Stato membro all'altro (cfr. paragrafo [83](#)). Inoltre, non vi sono ancora condizioni di parità, in quanto le pratiche di vigilanza e i relativi risultati differiscono considerevolmente tra Stati membri, e persistono barriere all'ingresso nel mercato (cfr. paragrafi [22-23](#)). La Corte rileva che alcune realtà del mercato e scelte strategiche, quali la tassazione, la domanda locale e i luoghi scelti dai gestori patrimoniali per la distribuzione dei rispettivi fondi di investimento, non possono essere affrontate dal diritto dell'UE.

**129** Benché l'iniziale istituzione di un quadro giuridico dell'UE abbia rappresentato un passo avanti, successive e ripetute revisioni non hanno condotto a risultati diversi e potrebbero non essere lo strumento adeguato per aumentare lo spessore del mercato unico. La Commissione non ha condotto una verifica dell'adeguatezza globale dell'intero quadro giuridico che disciplina i fondi di investimento al fine di valutare in che misura i diversi obiettivi siano stati conseguiti. La Corte conclude che la Commissione non è sempre stata in grado di dimostrare i vantaggi o l'efficacia delle proprie proposte legislative volte a rafforzare le norme esistenti. Le valutazioni d'impatto ex ante potrebbero aver sovrastimato i potenziali impatti della nuova normativa ed è necessario che le valutazioni ex post siano più approfondite

(cfr. paragrafi [26-30](#)). Infine, la misurazione della performance della Commissione non rispetta i criteri da essa stessa stabiliti (cfr. paragrafo [31](#)).

## Raccomandazione 1 – Valutare l' idoneità del quadro esistente per conseguire gli obiettivi perseguiti

---

La Commissione dovrebbe:

- a) condurre una verifica dell' adeguatezza globale della normativa che disciplina i fondi di investimento e, in funzione del relativo esito, adottare misure tese a conseguire gli obiettivi del mercato unico con maggiore efficacia;
- b) migliorare la propria misurazione della performance definendo indicatori adeguati.

**Termine di attuazione: entro il 2024.**

**130** L'ESMA ha intensificato gli sforzi profusi per la convergenza in materia di vigilanza. Ad esempio, ha istituito un quadro per individuare i principali rischi di vigilanza e concentrare l' attenzione su di essi (cfr. paragrafi [40-41](#)). Ha tuttavia difficoltà a utilizzare i propri strumenti con efficacia, in ragione ad esempio della struttura di governance e della sua dipendenza dalla cooperazione con le ANC. Le ANC hanno una chiara preferenza per strumenti di convergenza "non invasivi" (cfr. paragrafi [56-57](#)).

**131** L'ESMA ha utilizzato principalmente strumenti preparatori quali orientamenti e domande/risposte. La Corte ha riscontrato che l' efficacia di tali strumenti non è dimostrata, in quanto l'ESMA non misura l' effetto di tutte le azioni di convergenza intraprese (cfr. paragrafi [42-43](#)). L'ESMA ha di recente istituito nuovi strumenti e li utilizza in relazione ai settori prioritari. Ha concentrato maggiormente l' attenzione su strumenti quali le azioni di vigilanza comuni, che creano un forum in cui le ANC partecipanti possono condividere e discutere le pratiche adottate (cfr. paragrafi [44-46](#)). Tuttavia, l'ESMA ha raramente fatto ricorso al proprio ruolo di garante del rispetto della normativa (cfr. paragrafi [42-48](#)).

**132** Di conseguenza, gli sforzi dell'ESMA hanno prodotto solo un effetto limitato sulla creazione di una vigilanza omogenea e coerente. La Corte ha rilevato casi in cui l' operato dell'ESMA ha migliorato la qualità della vigilanza a livello nazionale e ridotto le discrepanze tra le pratiche esistenti. L'ESMA non è ancora in grado di dimostrare i progressi compiuti, in quanto non misura il conseguimento degli obiettivi perseguiti (cfr. paragrafi [58-60](#)). Il lavoro dell'ESMA ha inoltre messo in luce alcune debolezze

nella vigilanza a livello nazionale, in particolare quando si tratta di assicurare il rispetto della normativa (cfr. paragrafi [61-68](#)).

## Raccomandazione 2 – Rafforzare l’efficacia dell’opera di convergenza dell’ESMA

---

La Commissione dovrebbe:

- a) considerare di proporre modifiche alla struttura di governance dell’ESMA che consentano a quest’ultima di esercitare i propri poteri con maggiore efficacia, anche rendendo obbligatoria la partecipazione delle ANC all’opera di convergenza dell’ESMA e affidando la guida operativa al personale di quest’ultima.

L’ESMA dovrebbe:

- b) introdurre un approccio più strutturato alla selezione degli strumenti di convergenza, rafforzare il follow-up e utilizzare strumenti correttivi tra cui le procedure per “violazione del diritto dell’Unione” ove necessario;
- c) rafforzare la propria capacità di monitorare i progressi mappando le pratiche di vigilanza, valutando l’efficacia degli strumenti e rivedendo la propria misurazione della performance.

**Termine di attuazione: entro il 2024.**

**133** La Commissione e l’ESMA hanno aumentato la trasparenza dei fondi d’investimento, nonché dei rischi e dei costi ad essi afferenti. Strumenti fondamentali sono stati l’introduzione del documento contenente le informazioni chiave per gli investitori e la pubblicazione di una relazione annuale sulla performance e i costi. Tuttavia, persistono debolezze nelle informazioni fornite agli investitori, per i quali resta molto difficile mettere a confronto i fondi (cfr. paragrafi [73-80](#)).

**134** Sebbene i costi a carico degli investitori siano gradualmente diminuiti negli ultimi anni, gli investitori non sono ancora tutelati a sufficienza dai costi indebiti applicati dai gestori di fondi (ad esempio mediante i falsi attivi) o dalla consulenza tendenziosa degli intermediari finanziari, che continuano a ricevere incentivi nella maggior parte degli Stati membri (cfr. paragrafi [83-92](#)). Inoltre, i rating relativi agli aspetti ambientali, sociali e di governance in gran parte non sono regolamentati né soggetti a vigilanza (cfr. paragrafi [81-82](#)).

### Raccomandazione 3 – Proteggere meglio gli investitori dai costi indebiti e dalle informazioni fuorvianti

---

La Commissione dovrebbe:

- a) proteggere meglio gli investitori al dettaglio, in particolare mediante norme più rigorose sugli incentivi.

L'ESMA dovrebbe:

- b) approfondire ulteriormente l'analisi della performance e dei costi dei prodotti d'investimento al dettaglio, in particolare per paese di distribuzione e tipo di costo;
- c) elaborare uno strumento che consenta agli investitori di ottenere informazioni su tutti i fondi offerti che rispondono a determinati criteri nonché di metterle a confronto costi e performance.

**Termine di attuazione: entro il 2024.**

**135** L'ESMA monitora il rischio sistemico mediante relazioni periodiche e ad hoc interne ed esterne, ma i rischi non sono ripartiti per paese. Non è stato effettuato alcun inventario formale delle pratiche vigenti negli Stati membri per monitorare il rischio sistemico (cfr. paragrafi [94](#) e [99-102](#)). Il Consiglio per la stabilità finanziaria ha individuato i rischi posti dalle attività di gestione del patrimonio. L'ESMA ha trattato i due rischi principali: la leva finanziaria e i disallineamenti di liquidità. La Corte ha constatato che, nonostante le disposizioni generali del quadro normativo, gli orientamenti aggiornati dell'ESMA non coprivano il rischio operativo (cfr. paragrafi [95-98](#)).

**136** L'ESMA non ha condotto prove di stress prudenziali, nonostante queste fossero previste dal suo regolamento istitutivo. Ha soltanto effettuato simulazioni di stress basate su dati di mercato, a cui solo adesso sta iniziando a dare seguito, seppur lentamente. I lavori concettuali relativi alle prove di stress prudenziali non sono ancora iniziati. La Corte ha rilevato che l'ESMA ha elaborato orientamenti adeguati in merito alle prove di stress interne. Fatta eccezione per i fondi comuni monetari, i dati relativi alle prove di stress non sono sistematicamente comunicati. I dati trasmessi non sono ancora stati utilizzati per sviluppare prove di stress prudenziali o verifiche retrospettive dei risultati delle simulazioni di stress (cfr. paragrafi [103-111](#)).

## Raccomandazione 4 – Migliorare l'individuazione del rischio sistemico

---

L'ESMA dovrebbe definire, in collaborazione con il CERS, per quali tipi di fondi siano necessarie prove di stress prudenziali; studiare in che modo i risultati delle prove e delle simulazioni di stress esistenti possano essere utilizzati in maniera più efficace e sviluppare un modello globale che consenta di analizzare l'interrelazione tra i settori.

**Termine di attuazione: entro il 2025.**

**137** Attualmente non esiste a livello dell'UE un regime di segnalazione armonizzato relativo agli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari. Di conseguenza, i dati di vigilanza raccolti dalle ANC degli Stati membri non sono confrontabili. La segnalazione sui fondi di investimento alternativi è armonizzata a livello UE, ma il relativo quadro non obbliga i gestori a comunicare identificativi comuni e informazioni dettagliate a livello di portafoglio. Se la qualità, la disponibilità e l'utilizzo dei dati sono insufficienti, si hanno ripercussioni negative sul monitoraggio del rischio e sulla performance delle prove di stress correlate (cfr. paragrafi [112-122](#) e paragrafo [102](#)).

**138** Le banche centrali nazionali raccolgono già informazioni granulari a livello di portafoglio relative agli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari e ai fondi di investimento alternativi a fini di segnalazione statistica. Tuttavia, si limitano a fornire tali dati in forma aggregata alla BCE, che li condivide in parte con l'ESMA e il CERS. Sebbene ai sensi del rispettivo regolamento istitutivo abbiano facoltà di richiedere informazioni ad hoc, questi due organismi non se ne sono ancora avvalsi per ottenere i dati disponibili. In generale, tali richieste devono essere approvate dal proprio organo direttivo e potrebbero non essere adatte al monitoraggio dei rischi sistemici su base periodica (cfr. paragrafi [117](#) e [124-125](#)).

## Raccomandazione 5 – Razionalizzare la raccolta dei dati e aggiornare i regimi di segnalazione

---

La Commissione dovrebbe:

- a) sostenere l'ESMA e il CERS nell'ottenere accesso alle necessarie informazioni sui fondi di cui dispongono le ANC e le banche centrali dell'Eurosistema e proporre un regime di segnalazione armonizzato relativo agli OICVM;
- b) valutare quali ulteriori dati sui fondi siano necessari e in che modo dovrebbero essere raccolti ai fini di un miglior monitoraggio dei rischi, contenendo il più possibile gli oneri di segnalazione per il settore.

**Termine di attuazione: entro il 2024.**

La presente relazione è stata adottata dalla Sezione IV, presieduta da Mihails KOZLOVS, Membro della Corte dei conti europea, a Lussemburgo il 18 gennaio 2022.

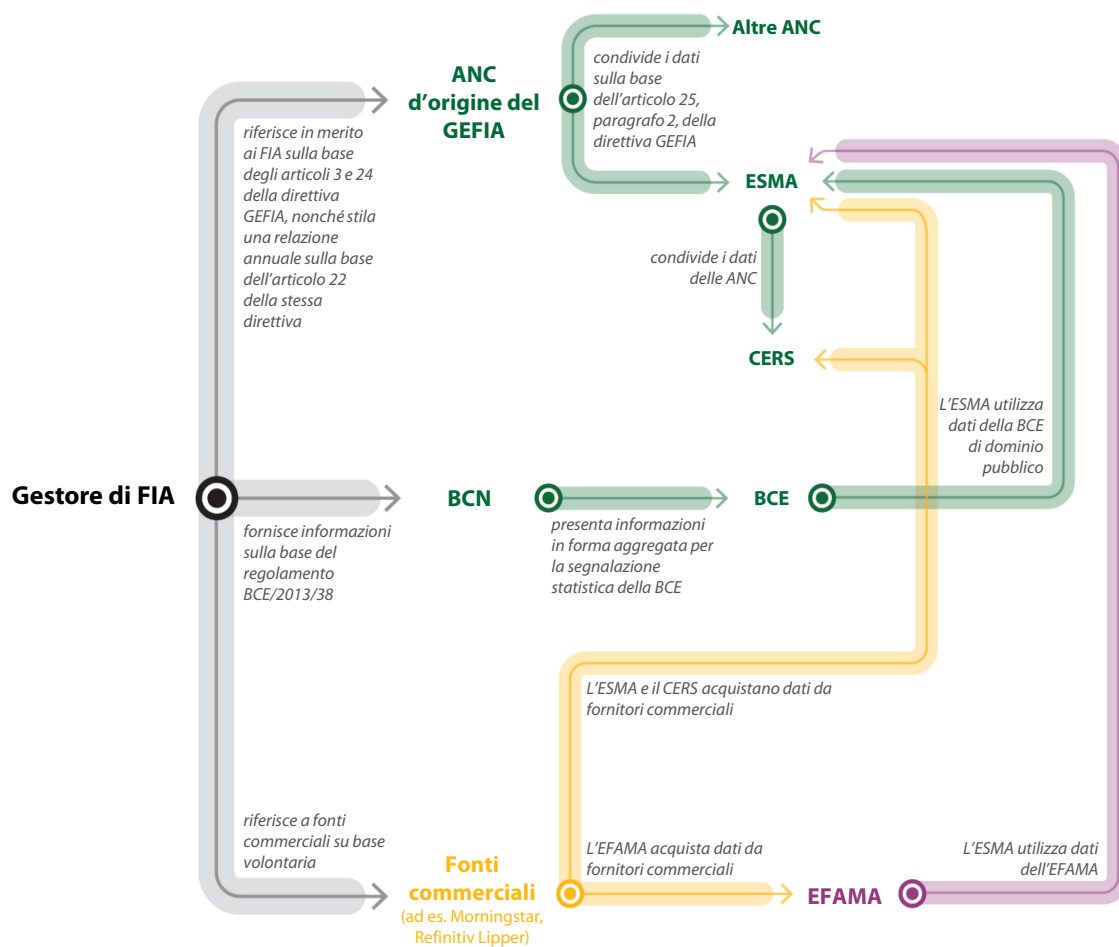
*Per la Corte dei conti europea*

Klaus-Heiner Lehne  
*Presidente*

# Allegato

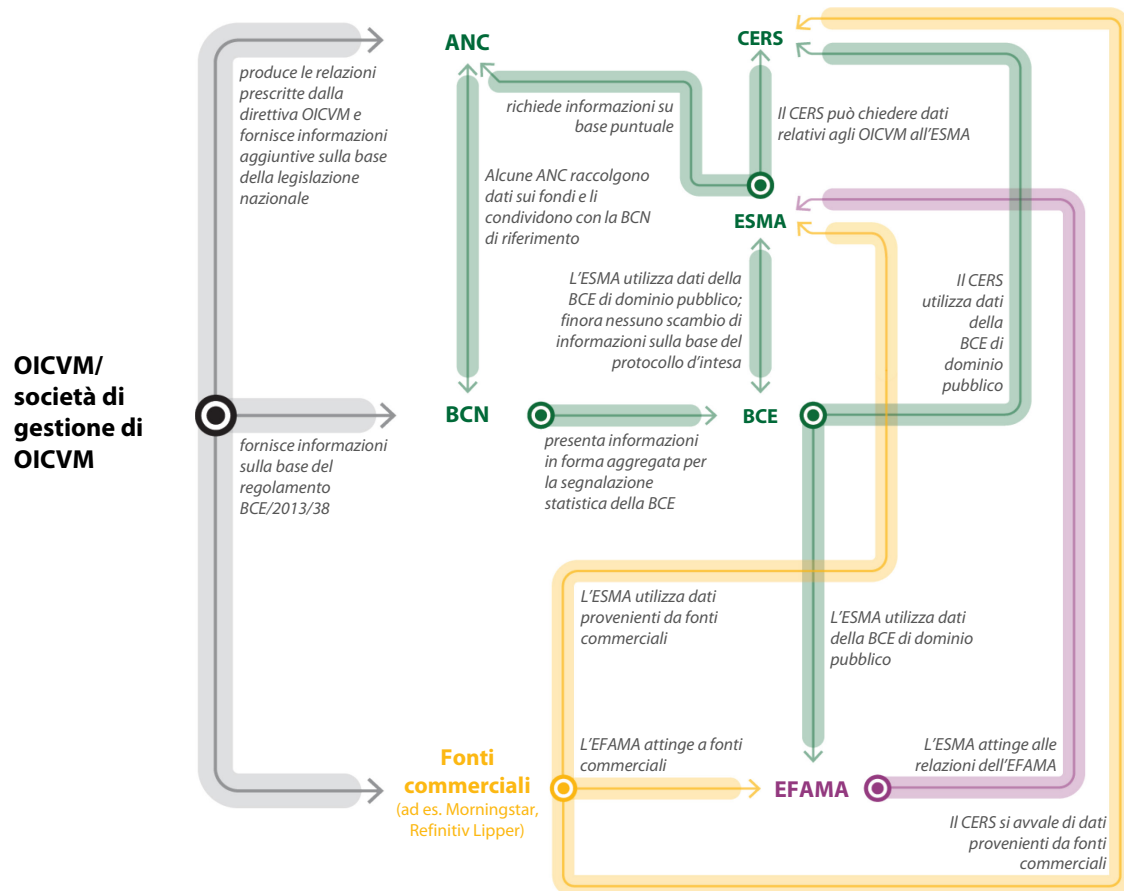
## Allegato – Raccolta dei dati e condivisione delle informazioni per i FIA e gli OICVM

### Raccolta dei dati e condivisione delle informazioni per i FIA



Fonte: Corte dei conti europea.

## Raccolta dei dati e condivisione delle informazioni per gli OICVM



Fonte: Corte dei conti europea.

# Acronimi e abbreviazioni

**ABE:** Autorità bancaria europea

**AEV:** autorità europea di vigilanza

**AMF:** Autorità francese di vigilanza dei mercati finanziari (*Autorité des marchés financiers*)

**ANC:** autorità nazionali competente

**BCE:** Banca centrale europea

**BCN:** banca centrale nazionale

**CERS:** Comitato europeo per il rischio sistemico

**Corte:** Corte dei conti europea

**Direttiva GEFIA:** direttiva relativa ai gestori di fondi di investimento alternativi

**EFAMA:** Associazione europea dei fondi e della gestione patrimoniale (*European Fund and Asset Management Association*)

**EIOPA:** Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali

**EMIR:** regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo

**ESG:** aspetti ambientali, sociali e di governance (*Environmental, Social and Governance*).

**ESMA:** Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati

**ETP:** equivalente a tempo pieno

**(Regolamento) FCM:** (regolamento sui) fondi comuni monetari

**FIA:** fondo di investimento alternativo

**FMI:** Fondo monetario internazionale

**FSB:** Consiglio per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Board*)

**GEFIA:** gestore di fondi di investimento alternativi

**IOSCO:** Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari  
(*International Organisation of Securities Commissions*)

**ISIN:** numero internazionale di identificazione dei titoli (*International securities identification number*)

**KID:** *Key Information Document* ossia documento contenente le informazioni chiave (nell'ambito dei prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati)

**KIID:** *Key Investor Information Document* ossia documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (nell'ambito degli OICVM)

**LEI:** identificativo della persona giuridica (*Legal Entity Identifier*)

**MiFID (I/II):** direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari

**MiFIR:** regolamento relativo ai mercati degli strumenti finanziari

**NAV:** valore patrimoniale netto (*Net Asset Value*)

**OICVM:** organismo d'investimento collettivo in valori mobiliari

**PLA:** programma di lavoro annuale

**PRIIP:** prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (*Packaged Retail Investment and Insurance-based Products*)

**TFUE:** trattato sul funzionamento dell'Unione europea

**TRV:** tendenze, rischi e vulnerabilità

**UMC:** Unione dei mercati dei capitali

## Glossario

**Autorità bancaria europea (ABE):** agenzia europea di regolazione che opera per assicurare un livello di regolamentazione e di vigilanza prudenziale efficace e uniforme nel settore bancario europeo. Tra i suoi compiti rientrano l'avvio e il coordinamento delle prove di stress per il settore finanziario dell'UE; detta Autorità fissa inoltre gli standard applicabili.

**Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA):** agenzia europea di regolazione che contribuisce a preservare la stabilità del sistema finanziario dell'UE rafforzando la tutela degli investitori e promuovendo un funzionamento stabile e regolare dei mercati finanziari. Tra i suoi compiti rientra la promozione della convergenza in materia di vigilanza tra le autorità nazionali competenti degli Stati membri responsabili della vigilanza dei mercati dei titoli finanziari e dei capitali.

**Autorità europee di vigilanza (AEV):** termine collettivo che designa i tre organismi preposti alla vigilanza del settore finanziario: l'Autorità bancaria europea, l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali e l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati.

**Autorità nazionale competente:** ente nazionale preposto alla vigilanza del mercato bancario e/o dei titoli finanziari.

**Codice unico:** insieme di testi legislativi che tutti gli istituti finanziari dell'UE devono rispettare.

**Convergenza in materia di vigilanza:** la convergenza delle pratiche e dei risultati in materia di vigilanza designa il processo con cui le ANC dell'UE promuovono l'attuazione e l'applicazione coerenti ed efficaci di norme armonizzate ma non identiche. Non consiste in un unico approccio uguale per tutti e l'obiettivo generale è cercare di ottenere risultati comparabili in materia di regolamentazione e vigilanza.

**Direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID):** quadro giuridico dell'UE che disciplina i mercati finanziari e accresce la tutela degli investitori. Nel 2018 la MiFID II ha sostituito la direttiva originale.

**Fondi di investimento alternativi (FIA):** tutti i fondi di investimento che non rientrano nella direttiva UE sugli OICVM e rientrano invece nella direttiva relativa ai gestori di fondi di investimento alternativi (direttiva GEFIA). Ne fanno parte gli hedge fund, i fondi di venture capital, i fondi di private equity e i fondi immobiliari.

**Fondo comune monetario (FCM):** fondo che investe nei titoli di debito a breve termine.

**Fondo indicizzato quotato (*exchange-traded fund, ETF*):** tipo di titolo che segue un [indice](#), un settore, una merce o un'altra attività, ma che può essere acquistato o venduto in borsa.

**Fondo transfrontaliero autentico:** fondo commercializzato in almeno 3 (un tempo 5) paesi.

**Gestore del fondo:** ente o persona fisica incaricati dell'attuazione di una strategia di investimento e della gestione di un portafoglio di investimenti relativi ad uno strumento finanziario.

**Greenwashing o ecologismo di facciata:** processo consistente nel dare una falsa impressione o informazioni fuorvianti circa l'ecocompatibilità dei prodotti di un'impresa.

**Hedge fund:** tipo di FIA che mira a generare un utile ricorrendo a strategie di investimento più flessibili, spesso utilizzando la leva finanziaria (ossia, prestiti tesi ad accrescere l'esposizione dell'investimento nonché il rischio), le vendite allo scoperto e altre pratiche di investimento speculativo di rado impiegate da altri tipi di fondi.

**Incentivi:** pagamenti erogati a terzi per la fornitura di servizi.

**Indicatore chiave di performance:** misura quantificabile che mostra la performance rispetto agli obiettivi fondamentali.

**Intermediario finanziario:** soggetto che funge da collegamento tra il gestore dei fondi di uno strumento finanziario e i destinatari finali.

**Mystery shopping** ("acquisti in incognito"): approccio di ricerca sotto copertura utilizzato dalle ANC, o da società di ricerca di mercato a cui queste si siano rivolte, teso a valutare la qualità del servizio alla clientela e/o a reperire informazioni sui prodotti e servizi finanziari nonché sul comportamento degli intermediari finanziari nei confronti dei consumatori.

**Organismo d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM):** veicolo di investimento che raccoglie il capitale degli investitori per investirlo in forma collettiva mediante un portafoglio di strumenti finanziari quali azioni, obbligazioni e altri titoli. Gli OICVM, oggetto di una direttiva UE, possono essere distribuiti pubblicamente agli investitori al dettaglio in tutta l'UE sulla base di una singola autorizzazione di un unico Stato membro.

**Passaporto di commercializzazione:** nullaosta che consente di commercializzare gli OICVM o i FIA autorizzati da una ANC di uno Stato membro dell'UE negli altri Stati membri dell'UE su base transfrontaliera, senza la necessità di un'autorizzazione da parte delle ANC degli Stati membri ospitanti. Il passaporto di commercializzazione degli OICVM consente la commercializzazione di questi ultimi agli investitori al dettaglio e istituzionali, mentre quello dei FIA è limitato soltanto alla commercializzazione agli investitori professionali. Analogamente al passaporto di gestione, l'autorizzazione è sostituita da una procedura di notifica tra le ANC dei diversi Stati membri degli UE.

**Passaporto di gestione:** nullaosta, rilasciato a una società di gestione di OICVM o a un gestore di FIA autorizzato in uno Stato membro, a svolgere la propria attività negli altri Stati membri dell'UE, in virtù della libera prestazione dei servizi oppure aprendo una succursale. Benché tale attività transfrontaliera sia soggetta a una procedura di notifica tra le ANC degli Stati membri coinvolti, il gestore del fondo non deve sottoporsi a un ulteriore processo di autorizzazione.

**Principi IOSCO:** principi stabiliti dall'Organizzazione internazionale delle commissioni per i valori mobiliari (*International Organisation of Securities Commission, IOSCO*). Si basano su tre obiettivi della regolamentazione dei titoli: tutelare gli investitori; far sì che i mercati siano equi, efficienti e trasparenti; ridurre i rischi sistemici.

**Procedure di delega:** procedure nell'ambito delle quali alcune funzioni non sono svolte dall'entità autorizzata stessa e sono quindi soggette a monitoraggio di delega. Il ricorso a procedure di delega può rappresentare un modo efficiente di svolgere alcune funzioni o attività. Non sono tuttavia prive di rischi e devono essere soggette ad adeguata sorveglianza.

**Procedura di infrazione:** procedura con cui la Commissione intenta un'azione legale nei confronti di uno Stato membro dell'UE che non ottempera agli obblighi sanciti dal diritto dell'UE.

**Prova di stress:** simulazione che intende valutare la capacità di un istituto finanziario di resistere a diversi scenari di crisi.

**Prova di stress prudenziale:** prova di stress condotta dall'autorità di vigilanza.

**Recepimento del diritto dell'UE:** procedura con la quale gli Stati membri dell'Unione incorporano le direttive europee nel proprio ordinamento nazionale al fine di renderne direttamente applicabili gli obiettivi, i requisiti e le scadenze.

**Riscatto:** scambio di quote di fondi a fronte di disponibilità liquide.

**Rischio sistemico:** il rischio di perturbazione del sistema finanziario con possibili gravi conseguenze negative per il mercato interno e l'economia nel suo complesso.

**Valutazione d'impatto:** analisi degli effetti probabili (ex ante) o reali (ex post) di un'iniziativa strategica o di un'altra procedura.

**Verifica dell'adeguatezza:** valutazione volta a individuare eventuali sovrapposizioni, lacune, incongruenze o misure obsolete nel quadro normativo per un settore d'intervento.

**Verifica della corrispondenza delle disposizioni:** verifica che le disposizioni pertinenti di una direttiva dell'UE siano accuratamente rispecchiate nelle misure di recepimento nazionali.

## Risposte della Commissione e dell'ESMA

<https://www.eca.europa.eu/it/Pages/DocItem.aspx?did=60837>

## Cronologia

<https://www.eca.europa.eu/it/Pages/DocItem.aspx?did=60837>

## Équipe di audit

Le relazioni speciali della Corte dei conti europea illustrano le risultanze degli audit espletati su politiche e programmi dell'UE o su temi relativi alla gestione concernenti specifici settori di bilancio. La Corte seleziona e pianifica detti compiti di audit in modo da massimizzarne l'impatto, tenendo conto dei rischi per la performance o la conformità, del livello delle entrate o delle spese, dei futuri sviluppi e dell'interesse pubblico e politico.

Il presente controllo di gestione è stato espletato dalla Sezione di audit IV della Corte "Regolamentazione dei mercati ed economia competitiva", presieduta da Mihails Kozlovs, Membro della Corte. L'audit è stato diretto da Rimantas Šadžius, Membro della Corte, coadiuvato da Mindaugas Pakštys, capo di Gabinetto, e Matthias Blaas, attaché di Gabinetto; Ioanna Metaxopoulou, direttrice; Paul Stafford, primo manager; Eddy Struyvelt, capoincarico; Jörg Genner, Mirko Gottmann, Helmut Kern, Anna Ludwikowska e Nadiya Sultan, auditor. Mark Smith ha fornito assistenza linguistica.



Rimantas Šadžius



Ioanna Metaxopoulou



Mindaugas Pakštys



Matthias Blaas



Paul Stafford



Eddy Struyvelt



Mirko Gottmann



Helmut Kern



Anna Ludwikowska



Nadiya Sultan

## COPYRIGHT

© Unione europea, 2022.

La politica di riutilizzo della Corte dei conti europea è stabilita dalla [decisione della Corte n. 6-2019](#) sulla politica di apertura dei dati e sul riutilizzo dei documenti.

Salvo indicazione contraria (ad esempio, in singoli avvisi sui diritti d'autore), il contenuto dei documenti della Corte di proprietà dell'UE è soggetto a licenza [Creative Commons Attribuzione 4.0 Internazionale \(CC BY 4.0\)](#). Ciò significa che ne è consentito il riutilizzo, a condizione che la fonte sia citata in maniera appropriata e che le modifiche siano indicate. Qualora il contenuto suddetto venga riutilizzato, il significato o il messaggio originari non devono essere distorti. La Corte dei conti europea non è responsabile delle eventuali conseguenze derivanti dal riutilizzo del proprio materiale.

È necessario chiedere un'ulteriore autorizzazione se un contenuto specifico permette di identificare privati cittadini, ad esempio nelle foto che ritraggono personale della Corte, o include lavori di terzi. Qualora venga concessa, questa autorizzazione annulla e sostituisce quella generale sopra menzionata e indica chiaramente ogni eventuale restrizione dell'uso.

Per utilizzare o riprodurre contenuti non di proprietà dell'UE, può essere necessario richiedere un'autorizzazione direttamente ai titolari dei diritti.

Il software o i documenti coperti da diritti di proprietà industriale, come brevetti, marchi, disegni e modelli, loghi e nomi registrati, sono esclusi dalla politica di riutilizzo della Corte e non possono essere concessi in licenza.

I siti Internet istituzionali dell'Unione europea, nell'ambito del dominio europa.eu, contengono link verso siti di terzi. Poiché esulano dal controllo della Corte, si consiglia di prender atto delle relative informative sulla privacy e sui diritti d'autore.

### Uso del logo della Corte dei conti europea

Il logo della Corte dei conti europea non deve essere usato senza previo consenso della stessa.

PDF	ISBN 978-92-847-7534-7	ISSN 1977-5709	doi:10.2865/255	QJ-AB-22-029-IT-N
HTML	ISBN 978-92-847-7505-7	ISSN 1977-5709	doi:10.2865/216619	QJ-AB-22-029-IT-Q

**I fondi di investimento svolgono un ruolo essenziale nell'Unione europea dei mercati dei capitali, aiutando gli investitori a distribuire in modo efficiente i capitali di cui dispongono. La Corte ha valutato l'adeguatezza del quadro normativo, gli sforzi profusi dall'UE per creare una vigilanza omogenea ed efficace in tutti gli Stati membri nonché il lavoro da essa svolto in materia di tutela degli investitori e stabilità finanziaria.**

**La Corte ha constatato che le azioni dell'UE hanno consentito di istituire un mercato unico per i fondi di investimento, ma non hanno ancora conseguito i risultati auspicati, in quanto le attività transfrontaliere autentiche e i benefici per gli investitori rimangono limitati. L'uniformità e l'efficacia della vigilanza dei fondi e della tutela degli investitori sono insufficienti. La Corte raccomanda una revisione del quadro giuridico, un lavoro di convergenza più efficace, una maggiore tutela degli investitori e una razionalizzazione del quadro di rendicontazione.**

**Relazione speciale della Corte dei conti europea presentata in virtù dell'articolo 287, paragrafo 4, secondo comma, del TFUE.**



CORTE  
DEI CONTI  
EUROPEA



Ufficio delle pubblicazioni  
dell'Unione europea

**CORTE DEI CONTI EUROPEA**  
12, rue Alcide De Gasperi  
1615 Luxembourg  
LUXEMBOURG

Tel. +352 4398-1

Modulo di contatto: [eca.europa.eu/it/Pages/ContactForm.aspx](https://eca.europa.eu/it/Pages/ContactForm.aspx)  
Sito Internet: [eca.europa.eu](https://eca.europa.eu)  
Twitter: @EUAuditors