COMMISSIONE
EUROPEA

Bruxelles, 10.6.2020
COM(2020) 232 final

RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO

di valutazione dell'applicazione e dell'ambito di applicazione della direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio sui gestori di fondi di investimento alternativi

INDICE

1. INTRODUZIONE 4

1.1 Contesto 4

1.2 Base giuridica 4

1.3 Metodologia e processo di consultazione 5

2. VALUTAZIONE DELL'APPLICAZIONE E DELL'AMBITO DI APPLICAZIONE DELLA DIRETTIVA SUI GEFIA 6

2.1. Impatto sui FIA e sui GEFIA 6

2.2. Impatto sugli investitori 8

2.3. Impatto sul monitoraggio e sulla valutazione del rischio sistemico 9

2.4 Impatto delle norme sugli investimenti in imprese private e in paesi in via di sviluppo o a beneficio di questi ultimi 11

ABBREVIAZIONI

FIA	Fondo di investimento alternativo
GEFIA	Gestore di fondi di investimento alternativi
Direttiva sui GEFIA	Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi 2011/61/UE
AuM	Assets under management (attività gestite)
CLO	Collateralized loan obligation (titoli garanti da un portafoglio di prestiti)
UMC	Unione dei mercati dei capitali
CRD	Capital Requirements Directive (direttiva sui requisiti patrimoniali)
CSD	Central Securities Depositary (depositario centrale di titoli)
DG FISMA	Direzione generale della Stabilità finanziaria, dei servizi finanziari e dell'Unione dei mercati dei capitali
BCE	Banca centrale europea
EGESC	Expert Group of the European Securities Committee (gruppo di esperti del comitato europeo dei valori mobiliari)
ELTIF	European Long-Term Investment Fund (fondo di investimento europeo a lungo termine)
ESMA	Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati
CERS	Comitato europeo per il rischio sistemico
UE	Unione europea
EuVECA	European Venture Capital Fund (fondo europeo per il venture capital)
FSB	Financial Stability Board (Consiglio per la stabilità finanziaria)
IMSC	Comitato permanente sulla gestione degli investimenti dell'ESMA
IOSCO	International Organization of Securities Commissions (Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari)
NAV	Net asset value (valore patrimoniale netto)
ANC	Autorità nazionale competente
NPPR	National private placement regime (regime nazionale di collocamento privato)
MiFID	Direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari
OICVM	Organismo d'investimento collettivo in valori mobiliari

1. INTRODUZIONE

1.1 Contesto

La direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi[1] (direttiva sui GEFIA) è stata adottata all'indomani della crisi finanziaria mondiale che ha messo in luce determinate carenze dei mercati finanziari mondiali e dei relativi regimi normativi[2]. I leader del G20 hanno quindi convenuto sulla necessità di regolamentare maggiormente il settore finanziario al fine di ridurre al minimo il rischio e l'entità delle future crisi[3]. Tale decisione riguardava anche il settore relativo alla gestione degli investimenti alternativi, per cui era necessario un più forte coordinamento della vigilanza e una maggiore trasparenza nei confronti degli investitori. Al fine di sostenere gli obiettivi del G20, l'Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari (IOSCO) ha elaborato principi di alto livello per la regolamentazione dei fondi speculativi al fine di guidare l'elaborazione di norme internazionali in materia[4].

A seguito dell'approvazione da parte del Consiglio europeo[5] di tali impegni internazionali e alla luce della relazione del Parlamento europeo[6], la Commissione europea (di seguito "Commissione") ha presentato una proposta di quadro regolamentare applicabile ai gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA)[7]. La direttiva sui GEFIA è stata adottata l'8 giugno 2011. Dopo essere stata recepita negli ordinamenti giuridici nazionali, la direttiva sui GEFIA è entrata in vigore il 22 luglio 2013[8].

La direttiva sui GEFIA è intesa a conseguire un approccio coerente alla vigilanza dei rischi del sistema finanziario, a garantire un elevato livello di tutela degli investitori e ad agevolare l'integrazione dei FIA nel mercato dell'UE[9]. I GEFIA sono tenuti ad adottare misure di gestione dei rischi e a garantire la trasparenza necessaria rispetto alle attività dei fondi di investimento alternativi (FIA) da essi gestiti, e possono a loro volta gestire e commercializzare i FIA presso investitori professionali nell'Unione con un'unica autorizzazione[10].

1.2 Base giuridica

[1] Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010 (GU L 174 dell'1.7.2011, pag. 1) (direttiva sui GEFIA).

[2] Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sui gestori di fondi di investimento alternativi, 30.04.2009, COM (2009) 207 final.

[3] Dichiarazione del vertice sui mercati finanziari e l'economia mondiale, Washington, 15 novembre 2008.

[4] Considerando 89 della direttiva sui GEFIA; *IOSCO Final Report Hedge Funds Oversight* (relazione finale dell'IOSCO sulla vigilanza dei fondi speculativi), giugno 2009.
Conclusioni del Consiglio europeo del 16 settembre 2010.

[6] Relazione del Parlamento europeo recante raccomandazioni alla Commissione sui fondi hedge e i fondi di private equity (A6-0338/2008) [relazione "Rasmussen"] e sulla trasparenza degli investitori istituzionali (A6-0296-2008) [relazione "Lehne"]; Relazione del gruppo ad alto livello sulla vigilanza finanziaria nell'UE, 25 febbraio 2009, pag. 25.

[7] Supra 2.

[8] L'ultimo Stato membro a recepire la direttiva sui GEFIA ha ultimato la procedura alla fine del 2015.

[9] Considerando da 2 a 4 e 94 della direttiva sui GEFIA.

[10] Articolo 32, paragrafo 1 della direttiva sui GEFIA.

La presente relazione è redatta in conformità dell'articolo 69 della direttiva sui GEFIA. La Commissione è tenuta a riesaminare l'applicazione e l'ambito di applicazione della direttiva sui GEFIA, con particolare enfasi sull'esperienza acquisita nell'applicazione della direttiva. Occorre valutare l'impatto sugli investitori, sui FIA, sui GEFIA sia all'interno dell'Unione sia nei paesi terzi al fine di stabilire il grado di raggiungimento degli obiettivi perseguiti dalla direttiva sui GEFIA.

Con la presente relazione la Commissione adempie al proprio mandato inerente alla presentazione al Parlamento europeo e al Consiglio di una valutazione del funzionamento della direttiva sui GEFIA. La relazione riesamina inoltre i metodi di calcolo della leva finanziaria a norma dell'articolo 6 del regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione (regolamento sui GEFIA) che integra la direttiva sui GEFIA[11]. Il documento di lavoro dei servizi della Commissione [SWD (2020) 110: Commission Staff Working Document Assessing the application and the scope of Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers)] fornisce ulteriori informazioni sulle conclusioni. È stata inoltre pubblicata una relazione indipendente di KPMG[12].

1.3 Metodologia e processo di consultazione

La Commissione ha incaricato un consulente esterno (KPMG[13]) di condurre un'indagine generale e uno studio basato su dati empirici per valutare l'impatto della direttiva sui GEFIA[14].

Lo studio empirico, riguardante 15 Stati membri dell'UE[15], ha valutato se le norme specifiche della direttiva sui GEFIA siano efficaci, efficienti, coerenti e pertinenti, e se sostengano le misure dell'UE nel conseguire gli obiettivi generali, specifici e operativi della direttiva[16].

Nella presente relazione, le risultanze di KPMG sono integrate da altre fonti di informazione, tra cui aggiornamenti di dati pertinenti e informazioni ottenute nel quadro dei diversi lavori condotti dalla Commissione[17], dall'ESMA[18] e dal Comitato europeo per il rischio sistemico

[11] Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione, del 19 dicembre 2012, che integra la direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza (GU L 83 del 22.3.2013, pag. 1).
[12] Relazione sul funzionamento della direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (direttiva sui GEFIA), direttiva 2011/61/UE, consultabile al seguente indirizzo: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190110-aifmd-operation-report_en.pdf] (relazione KPMG).
[13] *KPMG Law Rechtsanwaltsgesellschaft mbH come azienda leader, insieme ai subappaltatori KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft*, Germania e KPMG LLP, Regno Unito, sostenuti dalla rete europea di KPMG.
[14] L'indagine generale è stata condotta dal 6 febbraio 2018 al 29 marzo 2018 sotto forma di questionario online. L'indagine di KPMG si è concentrata su una serie di aspetti definiti all'articolo 69, paragrafo 1, della direttiva sui GEFIA in merito ai quali le parti interessate sono state invitate a condividere le proprie esperienze.
[15] Austria, Belgio, Cipro, Cechia, Danimarca, Francia, Germania, Ungheria, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Malta, Paesi bassi, Spagna, Regno Unito. Si tratta di un buon campione di Stati membri in termini di distribuzione geografica e di diverse dimensioni di mercato per FIA, GEFIA o investitori.
[16] Supra 12.
[17] Risposte all'invito della Commissione a presentare contributi sul quadro normativo per i servizi finanziari, risposte alla consultazione della Commissione sulla distribuzione transfrontaliera dei fondi (OICVM, FIA, ELTIF, EuVECA ed EuSEF) nell'UE.
[18] Parere dell'ESMA al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione e risposte all'invito a presentare contributi sul funzionamento del passaporto UE previsto dalla direttiva sui GEFIA e sul funzionamento dei

(CERS)[19]. Sono state inoltre prese in considerazione le interazioni della Commissione con le parti interessate, tra cui le autorità nazionali competenti, i rappresentanti del settore e le associazioni per la tutela degli investitori, intraprese mediante consultazioni pubbliche, riunioni bilaterali o multilaterali. L'elaborazione della presente relazione tiene inoltre conto di pubblicazioni accademiche e statistiche. Ad esempio, la relazione statistica annuale dell'ESMA sui FIA UE è risultata particolarmente utile per descrivere il mercato dell'UE dei FIA[20]. Sono stati presi in considerazione singoli esempi in cui particolari norme dell'Unione si sono dimostrate inefficaci.

Il 27 settembre 2019 la Commissione ha consultato il gruppo di esperti del comitato europeo dei valori mobiliari (EGESC) in rappresentanza degli Stati membri per ricevere riscontri tecnici e politici in merito a questioni significative relative all'applicazione e all'ambito di applicazione della direttiva sui GEFIA. I membri EGESC sono stati invitati a presentare osservazioni scritte, di cui la presente relazione tiene conto.

Il 22 ottobre 2019 la Commissione ha presentato gli elementi chiave della presente relazione al comitato permanente sulla gestione degli investimenti (IMSC) dell'ESMA e ne ha richiesto il contributo sulla base dell'esperienza di vigilanza delle autorità nazionali competenti.

2. VALUTAZIONE DELL'APPLICAZIONE E DELL'AMBITO DI APPLICAZIONE DELLA DIRETTIVA SUI GEFIA

La direttiva sui GEFIA, che costituisce un pilastro significativo dell'Unione dei mercati dei capitali (UMC), consente un migliore monitoraggio dei rischi per il sistema finanziario e agevola la raccolta transfrontaliera di capitali per gli investimenti in attività alternative. La direttiva sui GEFIA ha svolto un ruolo di rilievo nella creazione di un mercato interno per i FIA e nel rafforzamento del quadro normativo e di vigilanza per i GEFIA nell'Unione. Attualmente, i GEFIA operano con maggiore trasparenza nei confronti degli investitori e delle autorità di vigilanza.

2.1. Impatto sui FIA e sui GEFIA

Il mercato dei FIA UE evidenzia un percorso di crescita costante, come misurato dall'attivo netto di FIA e attività gestite (AuM), con un'attività transfrontaliera dei GEFIA considerevole. In seguito all'adozione della direttiva sui GEFIA nel 2011, l'attivo netto totale dei FIA è quasi triplicato passando da 2 300 miliardi di EUR a 5 900 miliardi di EUR[21]. La distribuzione

---

regimi nazionali di collocamento privato, 30 luglio 2015, ESMA/2015/1235. Studio tematico dell'ESMA realizzato presso le autorità nazionali competenti sui quadri concernenti le notifiche e le responsabilità dei paesi di origine e ospitanti a norma delle direttive OICVM e GEFIA, 7 aprile 2017, ESMA34-43-340. Parere dell'ESMA sulla separazione delle attività e sui servizi di custodia, 20 luglio 2017, ESMA 34-45-27. Relazione statistica annuale dell'ESMA sui fondi di investimento alternativo dell'UE 2019, 21.01.2019, ESMA 50-165-748 (*ESMA Statistical Report 2019*) e relazione statistica annuale dell'ESMA sui fondi di investimento alternativo dell'UE 2020, 10.01.2020, ESMA50-165-1032 (*ESMA Statistical Report 2020*).

[19] Raccomandazione del comitato europeo per il rischio sistemico del 7 dicembre 2017 relativa al rischio di liquidità e di leva finanziaria nei fondi di investimento CERS/2017/6, 2018/C 151/01. Lettera del 3 febbraio 2020 alla DG FISMA da parte del CERS sulle sue considerazioni relative alla direttiva sui GEFIA.

[20] Relazione statistica annuale dell'ESMA sui fondi di investimento alternativo dell'UE 2019, 21.01.2019, ESMA 50-165-748 (*ESMA Statistical Report 2019*) e relazione statistica annuale dell'ESMA sui fondi di investimento alternativo dell'UE 2020, 10.01.2020, ESMA50-165-1032 (*ESMA Statistical Report 2020*).

[21] *EFAMA Fact Book 2019*, pag. 27.

transfrontaliera dei FIA è più che raddoppiata tra giugno 2017 e ottobre 2019, passando dal 3 % al 5,8 % dei FIA[22]. Questi dati confermano l'importanza del ruolo svolto dal passaporto per i GEFIA. Secondo la maggioranza dei GEFIA, delle autorità pubbliche e degli investitori istituzionali che hanno risposto all'indagine generale, la direttiva sui GEFIA ha incrementato l'accesso ai mercati nazionali, sebbene il 34 % abbia anche segnalato un aumento dei tempi di commercializzazione[23].

La presente relazione constata che l'efficienza del passaporto per i GEFIA UE è compromessa dalla sovraregolamentazione nazionale, dalle divergenze esistenti nelle norme di commercializzazione nazionali[24], dalle diverse interpretazioni della direttiva sui GEFIA da parte delle autorità di vigilanza nazionali[25] e dal suo ridotto ambito di applicazione. I GEFIA di minori dimensioni che non sono in grado di soddisfare tutti i requisiti della direttiva sui GEFIA devono rinunciare a raccogliere capitali in altri Stati membri o, per farlo, devono superare notevoli ostacoli per accedere al mercato. Inoltre, il passaporto per i GEFIA consente solo la commercializzazione presso investitori professionali, limitando ancora una volta le attività transfrontaliere dei GEFIA, che possono rivolgersi a investitori semiprofessionali e al dettaglio solo nel quadro di norme nazionali diverse (e spesso restrittive). La distribuzione dei FIA è soggetta alle norme della MiFID II[26], che opera una distinzione tra investitori professionali e al dettaglio, per cui qualsiasi modifica alle definizioni delle tipologie di investitori nella direttiva sui GEFIA deve tener conto dell'interazione della stessa con le pertinenti disposizioni della MiFID II.

I FIA vengono proposti agli investitori al dettaglio dalle banche e dalle imprese di assicurazione. Questi intermediari finanziari promuovono attivamente soprattutto fondi interni anziché offrire una gamma più ampia di FIA di terze parti[27]. La situazione sta tuttavia cambiando con l'espansione della quota di mercato delle piattaforme online. I lavori della Commissione nel quadro dell'UMC si concentrano sul miglioramento della distribuzione dei prodotti di investimento nell'Unione e sul riesame degli obblighi di informazione. Gli esiti di tali lavori avranno ripercussioni anche sui FIA e sui GEFIA siti in paesi terzi, che al momento possono avere accesso agli investitori nei singoli Stati membri solamente nel quadro delle norme nazionali stabilite dai regimi nazionali di collocamento privato (NPPR).

Le parti interessate riconoscono l'importante ruolo svolto dagli NPPR nello sviluppo del mercato in ragione della mancata attivazione del passaporto per i GEFIA per i soggetti di paesi terzi. Di conseguenza, gli investitori negli Stati membri con tali regimi hanno potuto accedere ai mercati mondiali per i servizi finanziari e diversificare l'allocazione dei loro investimenti. Tuttavia, gli NPPR differiscono tra gli Stati membri e, soprattutto, impongono ai GEFIA l'attuazione solo di un numero molto limitato di prescrizioni della direttiva sui GEFIA. Ciò crea una disparità di condizioni tra GEFIA UE e GEFIA non UE. Alcuni Stati

[22] Morningstar, giugno 2017 e Morningstar, ottobre 2019.
[23] Supra 12, pag. 101.
[24] Supra 12, pagg. 74 e 114.
[25] Documento di lavoro dei servizi della Commissione — Valutazione d'impatto sulla distribuzione transfrontaliera dei fondi di investimento collettivo, SWD (2018) 54 final, 12.3.2018, [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-3132069_en#pe-2018-1277].
[26] Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 349).
[27] Studio sui sistemi di distribuzione dei prodotti di investimento al dettaglio nell'Unione europea, aprile 2018, pag. 17, disponibile al seguente indirizzo: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180425-retail-investment-products-distribution-systems_en.pdf].

membri hanno totalmente precluso l'accesso al mercato a soggetti di paesi terzi. Certi Stati membri suggeriscono di armonizzare ulteriormente gli NPPR, mentre altri ritengono che la soluzione migliore sarebbe l'attivazione del passaporto della direttiva sui GEFIA per i soggetti dei paesi terzi, seguita da una graduale soppressione degli NPPR.

La Commissione non ha valutato il funzionamento del passaporto della direttiva sui GEFIA per paesi terzi poiché questo non è ancora stato attivato e dunque non sono disponibili informazioni di mercato da utilizzare a questo scopo.

2.2. Impatto sugli investitori

Sulla base della valutazione dettagliata contenuta nel documento di lavoro dei servizi della Commissione, il regime applicabile al depositario, le norme sui conflitti di interesse, gli obblighi di informazione e di trasparenza sono tutti strumenti volti a tutelare gli interessi degli investitori e utili a rafforzare la loro fiducia nei mercati finanziari. Dai dati di mercato emerge un aumento delle vendite di FIA con una crescente partecipazione degli investitori al dettaglio in diversi Stati membri[28]. Le attività transfrontaliere dispongono ancora di un potenziale di crescita in considerazione delle norme adottate di recente nel contesto dell'Unione dei mercati dei capitali[29].

L'istituzione di un regime ad hoc per regolamentare le funzioni e la responsabilità dei depositari si è rivelata una misura efficace per migliorare la tutela degli investitori[30]. Questo regime sta funzionando bene, anche se potrebbero essere necessari chiarimenti mirati per i casi in cui i GEFIA ricorrono a una gestione trilaterale delle garanzie oppure laddove i depositari centrali di titoli (CSD) fungono da custodi.

Per di più, la mancanza di un passaporto per i depositari è in contrasto con lo spirito del mercato unico. A causa della scelta limitata di prestatori di servizi nei mercati di piccole dimensioni, si teme il rischio di concentrazione laddove un unico depositario possa detenere le attività di tutti i FIA stabiliti in uno Stato membro.

Per quanto riguarda le regole di valutazione necessarie per stabilire la quota di ciascun investitore in un determinato FIA e per monitorare il rendimento del FIA, la direttiva sui GEFIA ha conferito disciplina e struttura al processo di valutazione delle attività dei FIA[31]. Potrebbero tuttavia emergere problematiche relative alla natura binaria delle regole di valutazione, che nell'interpretazione delle parti interessate escludono l'uso combinato di valutatori interni ed esterni, nonché alle incertezze in merito alla responsabilità dei valutatori esterni, la cui definizione è soggetta alla legislazione nazionale. Tuttavia, gli elementi raccolti non sono sufficienti per determinare quali delle disposizioni in materia di informazione stabilite dalla direttiva sui GEFIA dovrebbero essere modificate.

[28] Supra 12, pag. 257.
[29] Direttiva (UE) 2019/1160 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 giugno 2019, che modifica le direttive 2009/65/CE e 2011/61/UE per quanto riguarda la distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo (GU L 188 del 12.7.2019, pag. 106) e regolamento (UE) 2019/1156 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 giugno 2019, per facilitare la distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo e che modifica i regolamenti (UE) n. 345/2013, (UE) n. 346/2013 e (UE) n. 1286/2014 (GU L 188 del 12.7.2019, pag. 55).
[30] Supra 12, pag. 94.
[31] Supra 12, pagg. 183 - 184.

Pur implicando taluni costi per il settore, le norme della direttiva sui GEFIA in materia di informazione hanno ampiamente raggiunto l'obiettivo di consentire agli investitori di adottare decisioni informate sugli investimenti[32]. L'obbligo di comunicare informazioni sui conflitti di interesse è particolarmente apprezzato dagli investitori in attività alternative poiché tali conflitti costituiscono una delle loro principali preoccupazioni[33]. Dalle analisi si evince che la direttiva sui GEFIA ha aumentato la trasparenza sui prodotti e sui servizi offerti[34]. Tuttavia, non sono stati individuati gli elementi degli obblighi di informazione che potrebbero risultare superflui poiché alcuni investitori professionali richiedono altre informazioni rispetto a quelle stabilite dalla direttiva sui GEFIA.

2.3. Impatto sul monitoraggio e sulla valutazione del rischio sistemico

Per monitorare e gestire i rischi a livello macro derivanti dalle attività dei GEFIA occorre individuare i soggetti pertinenti e garantire che rispettino gli obblighi di base per la gestione professionale e responsabile dei loro investimenti collettivi a vantaggio degli investitori. Non sono stati riscontrati elementi di prova che indichino la necessità di adattare le soglie di attività gestite definite dalla direttiva sui GEFIA, oltre le quali le attività dei GEFIA possono rappresentare un rischio sistemico significativo.

Le parti interessate ritengono utili gli strumenti per la stabilità finanziaria a disposizione delle ANC nel quadro della direttiva sui GEFIA, compresa la possibilità di imporre limiti di leva finanziaria a un GEFIA[35] o di sospendere i rimborsi nell'interesse del pubblico. Il CERS raccomanda di migliorare e armonizzare ulteriormente tali misure[36]. A tal fine, raccomanda di chiarire i rispettivi ruoli delle ANC e la loro collaborazione nei casi in cui le sospensioni dei rimborsi hanno implicazioni a livello transfrontaliero[37]. Per decidere in merito alla necessità di intervenire nei mercati finanziari, le ANC dovrebbero poter valutare le tendenze nel settore dei FIA e monitorare le minacce alla stabilità finanziaria tenendo conto dei mercati in cui operano tali fondi. È per questa ragione che la direttiva sui GEFIA stabilisce obblighi di segnalazione alle autorità di vigilanza[38].

Viene confermata la necessità di tali obblighi di segnalazione affinché le autorità di vigilanza possano monitorare i rischi per il sistema finanziario a livello intersettoriale e transfrontaliero. Tuttavia, da un'analisi più approfondita emerge la necessità di provvedere a un loro snellimento, tenendo a mente i costi sommersi già sostenuti dai GEFIA conformi. Vi sono inoltre sovrapposizioni con altre normative dell'Unione, ad esempio per quanto concerne le segnalazioni alla BCE a fini statistici, che potrebbero avvalorare la necessità di modificare l'attuale modello di segnalazione nel quadro del regolamento sui GEFIA.

Si osserva una tendenza all'espansione dei prestiti non bancari, che solleva preoccupazioni per la stabilità finanziaria[39]. Attualmente, nonostante la loro rilevanza ai fini della vigilanza

[32] Supra 12, pag. 77.
[33] *Alts Transparency: Finding the Right Balance* [https://www.northerntrust.com/documents/campaign-landing/cis/2017/alt-transparency.pdf].
[34] Supra 12, pag. 210.
[35] Articolo 25 della direttiva sui GEFIA.
[36] Supra 19.
[37] Ai sensi dell'articolo 46 della direttiva sui GEFIA.
[38] Allegato IV del regolamento sui GEFIA.
[39] È aumentato il ruolo svolto dagli istituti finanziari non bancari nei mercati dei prestiti con leva finanziaria e dei CLO. Cfr. Consiglio per la stabilità finanziaria, *Vulnerabilities associated with leveraged loans and*

macroprudenziale, mancano alcune informazioni granulari su talune classi di attività, come i prestiti con leva finanziaria e i CLO (titoli garanti da un portafoglio di prestiti), nonché informazioni relative ai collegamenti indiretti tra istituti finanziari bancari e non bancari. Diverse parti interessate chiedono alla Commissione di rivalutare la necessità di definire norme comuni per i FIA che emettono prestiti[40].

Per quanto riguarda i metodi di calcolo della leva finanziaria, molte parti interessate ritengono adeguati, in linea di principio, il metodo lordo e il metodo degli impegni quali attualmente stabiliti dal regolamento sui GEFIA[41]. Potrebbe tuttavia essere necessario procedere a talune modifiche sulla base delle conclusioni del Consiglio per la stabilità finanziaria e del lavoro della IOSCO[42] in questo ambito, incentrato sulla comunicazione dei dati, nonché delle raccomandazioni del CERS relative al miglioramento delle misure per la valutazione dei rischi macroprudenziali[43].

Il monitoraggio del rischio sistemico e la vigilanza del settore dei FIA richiede una cooperazione efficace in materia di vigilanza. La direttiva sui GEFIA definisce le norme relative alle competenze delle ANC e alla loro interazione attribuendo un ruolo di rilievo all'ESMA. Sebbene la direttiva sui GEFIA fornisca il quadro necessario alla cooperazione delle ANC, l'efficacia delle norme non è ancora stata sottoposta a verifica.

L'ESMA, d'altro canto, svolge un ruolo cruciale nel creare una maggiore convergenza delle norme stabilite dalla direttiva sui GEFIA nel mercato interno coordinando le posizioni delle ANC. L'armonizzazione delle forme e dei processi e la gestione centrale delle banche dati da parte dell'ESMA potrebbero migliorare ulteriormente la convergenza nell'attuazione e nell'applicazione della direttiva sui GEFIA. Come spiegato nella valutazione dettagliata contenuta nel documento di lavoro dei servizi della Commissione, la formulazione di orientamenti si è rivelata un altro strumento utile a garantire l'attuazione e l'applicazione uniformi della direttiva sui GEFIA nell'Unione, come ad esempio gli orientamenti dell'ESMA sulle norme della suddetta direttiva per quanto concerne la remunerazione dei GEFIA[44].

Le norme in materia di remunerazione sono state introdotte nella direttiva sui GEFIA al fine di promuovere una sana ed efficace gestione del rischio allineando incentivi retributivi e rendimento sostenibile[45]. È stato segnalato che il passaggio dalla remunerazione variabile a

---

collateralised loan obligations (CLOs) (Vulnerabilità associate ai prestiti con leva finanziaria e *collateralised loan obligation*), PLEN/2019/91-REV, 22 novembre 2019.

[40] Riunione del gruppo di esperti del comitato europeo dei valori mobiliari (EGESC) del 27 settembre 2019.

[41] Supra 12, pagg. 171 - 172. Cfr. capo II, sezione 2, del regolamento sui GEFIA.

[42] *FSB Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities* (Raccomandazioni politiche dell'FSB per affrontare le vulnerabilità strutturali delle attività di gestione patrimoniale),
12 gennaio 2017; *IOSCO Final Report on Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes* (Relazione finale della IOSCO sulle raccomandazioni per la gestione del rischio di liquidità per gli organismi di investimento collettivo) del febbraio 2018; *IOSCO Final Report on Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes* (Relazione finale della IOSCO sulle raccomandazioni per la gestione del rischio di liquidità per gli organismi di investimento collettivo) del febbraio 2018.

[43] Supra 19.

ESMA Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD (Orientamenti dell'ESMA su sane politiche remunerative nel quadro nella direttiva sui GEFIA), 3 luglio 2013, ESMA/2013/232.

[45] Alcuni elementi ne dimostrano l'efficacia nell'esortare determinati agenti ad assumere un comportamento attento al rischio.

quella fissa[46] sembra aver introdotto una maggiore avversione al rischio nel settore della gestione degli investimenti collettivi alternativi e una maggiore consapevolezza generale dei sistemi di remunerazione idonei[47]. Nonostante questa tendenza, alcune parti interessate hanno chiesto di allineare le norme della direttiva sui GEFIA in materia di remunerazione con i regimi analoghi previsti da altre normative settoriali, quali la direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD) modificata di recente[48]. Quest'ultima definisce istituti e importi di remunerazione *de minimis* che possono essere esentati dal posticipare i pagamenti variabili.

2.4 Impatto delle norme sugli investimenti in imprese private e in paesi in via di sviluppo o a beneficio di questi ultimi

Le norme della direttiva sui GEFIA relative alle segnalazioni alle autorità di vigilanza, ai depositari, alla gestione del rischio e alla remunerazione non tengono esplicitamente conto di tutte le peculiarità della gestione degli investimenti in *private equity*. Gli obblighi di trasparenza quando un fondo di *private equity* acquisisce partecipazioni di controllo in imprese private e le disposizioni contro l'*asset-stripping* (spoliazione delle attività) non costituiscono un onere eccessivo ma non è stato possibile definirne il valore aggiunto per l'insufficienza dei dati disponibili.

I gestori dei fondi di *private equity*, che a causa delle dimensioni del portafoglio gestito non aderiscono ai parametri normativi della direttiva sui GEFIA o del regolamento EuVECA[49], incontrano notevoli ostacoli nel commercializzare i propri fondi in altri Stati membri[50]. Di conseguenza, secondo alcuni la direttiva sui GEFIA potrebbe essere modificata per tenere maggiormente conto del settore del *private equity* eliminando oneri non necessari e individuando metodi più efficaci per proteggere le imprese o gli emittenti non quotati.

Non sono emersi elementi sufficienti per determinare gli effetti della direttiva sui GEFIA sugli investimenti in paesi in via di sviluppo o a loro beneficio. La direttiva sui GEFIA non sembra tuttavia imporre restrizioni normative che potrebbero ostacolare tali investimenti.

La direttiva sui GEFIA stabilisce che, successivamente alla presentazione della relazione ai colegislatori dell'UE, la Commissione formuli proposte, comprese modifiche alla direttiva stessa, qualora lo ritenga opportuno. La Commissione sta ancora valutando la necessità di formulare ulteriori proposte in questo ambito.

È anche importante prendere atto di altre iniziative legislative adottate di recente dall'UE nel settore della gestione delle attività. Il pacchetto in materia di distribuzione transfrontaliera dei fondi di investimento è stato adottato tra l'altro per aumentare la trasparenza per quanto concerne gli oneri regolamentari applicati dalle ANC per il trattamento delle notifiche dei FIA e in relazione alle norme nazionali di commercializzazione[51]. Gli obblighi di separazione delle

[46] Supra 12, pagg. 188 - 189.
[47] Supra 12, pag. 192.
[48] Direttiva (UE) 2019/878 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2019, che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda le entità esentate, le società di partecipazione finanziaria, le società di partecipazione finanziaria mista, la remunerazione, le misure e i poteri di vigilanza e le misure di conservazione del capitale (GU L 150 del 7.6.2019, pag. 253).
[49] Regolamento (UE) n. 345/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 aprile 2013, relativo ai fondi europei per il venture capital.
[50] Incontri bilaterali con le parti interessate.
[51] Supra 29.

attività laddove la relativa custodia è delegata a un terzo sono stati razionalizzati dalle recenti modifiche del regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione[52]. Le modifiche alla CRD stabiliscono che i GEFIA appartenenti allo stesso gruppo di imprese o conglomerato dovranno applicare le norme della direttiva sui GEFIA in materia di remunerazione, evitando così di essere assoggettati a molteplici serie di norme che regolamentano intermediari finanziari differenti[53]. Il regolamento dell'UE relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari garantirà la coerenza tra i diversi quadri normativi dell'UE[54]. Il regolamento relativo ai fondi europei per il venture capital (EuVECA), di recente modifica, ha consentito l'utilizzo delle denominazioni "EuVECA" da parte dei gestori di organismi di investimento collettivo autorizzati nel quadro della direttiva sui GEFIA e ha ampliato i parametri di investimento[55].

Altre questioni sollevate nella presente relazione potrebbero tuttavia richiedere ulteriori interventi a livello dell'Unione per approfondire il mercato dell'UE per i FIA e rispondere agli sviluppi tecnologici garantendo l'idoneità del quadro giuridico stabilito dalla direttiva sui GEFIA.

[52] Regolamento delegato (UE) 2018/1618 della Commissione, del 12 luglio 2018, recante modifica del regolamento delegato (UE) n. 231/2013 per quanto riguarda i doveri di custodia dei depositari (GU L 271 del 30.10.2018, pag. 1).
[53] Supra 48.
[54] Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 novembre 2019, relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (GU L 317 del 9.12.2019, pag. 1).
[55] Regolamento (UE) 2017/1991 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 ottobre 2017, che modifica il regolamento (UE) n. 345/2013 relativo ai fondi europei per il venture capital e il regolamento (UE) n. 346/2013 relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale (GU L 293 del 10.11.2017, pag. 1).