

PROFILI REGOLAMENTARI E PROCEDURALI NEL COMPARTO DELL'ASSET MANAGEMENT (*)

di Valeria Venturelli

Università di Modena e di Reggio Emilia

(*) Il contributo si inserisce nell'ambito di una ricerca cofinanziata dal MIUR (2002-2003), i cui risultati sono pubblicati in: "G. N. Mazzocco (a cura di), Asset Management: prospettive di convergenza tra banche e assicurazioni", G. Giappichelli, Torino, 2005.

1. Introduzione

Negli ultimi due decenni i sistemi finanziari sono stati interessati da profondi cambiamenti che hanno coinvolto le funzioni e le tipologie di attività degli intermediari, il funzionamento e lo sviluppo dei mercati così come la varietà degli strumenti finanziari offerti alla clientela. Modifiche sostanziali hanno riguardato anche la regolamentazione interessando non solo gli specifici strumenti utilizzati dalle Autorità di Vigilanza, ma anche l'impostazione della *policy* regolamentare e la suddivisione delle competenze tra le diverse autorità¹.

L'obiettivo di questo *paper* è l'analisi del sistema di regolamentazione finanziaria attualmente vigente nell'Unione Europea che, così come definito dal *Financial Service Action Plan* (FSAP) e dal Comitato Lamfalussy, punta alla realizzazione di un Mercato Unico per i servizi finanziari all'interno della stessa UE. Tra i servizi finanziari, la scelta è ricaduta sul comparto del risparmio gestito per una serie di ragioni: da un lato il settore dell'*asset management* è, tra i comparti dell'intermediazione finanziaria, quello che ha mostrato i tassi di crescita più evidenti, dall'altro lo sviluppo del settore ha interessato tutti i segmenti dell'intermediazione finanziaria tradizionale (bancario, mobiliare, assicurativo) sollevando notevoli problemi di natura regolamentare.

Gli interrogativi emersi dalla ricerca sono diversi: da una parte, ci si chiede se le Direttive della UE, definite nel Piano d'Azione dei Servizi Finanziari (FSAP), sono sufficientemente coordinate rispetto ad un settore, quello dell'*asset management*, che interessa trasversalmente i diversi

comparti dell'intermediazione finanziaria; dall'altra, se il modello di comitatologia introdotto dal Comitato dei Saggi per il segmento dei valori mobiliari, e successivamente esteso agli altri segmenti dell'intermediazione finanziaria, è coerente rispetto alle caratteristiche del settore in esame.

Il lavoro si articola nelle seguenti parti.

Nel secondo paragrafo si presenta la definizione di risparmio gestito e si propone una classificazione delle attività e degli operatori attivi nel settore. L'analisi sottolinea che da un punto di vista concettuale occorre adottare una definizione "allargata" di *asset management* definendo i suoi confini secondo una prospettiva funzionale e operativa.

Nel terzo paragrafo si illustrano gli aspetti di ordine regolamentare e procedurale previsti dal FSAP con specifico riferimento al settore dell'*asset management* così come precedentemente definito. L'analisi è indirizzata a valutare la coerenza tra gli approcci regolamentari e procedurali adottati dal legislatore europeo e le caratteristiche del settore del risparmio gestito anche alla luce delle principali indicazioni teoriche provenienti dalla letteratura finanziaria.

Il quarto paragrafo è dedicato alla conclusioni dove si tratteggiano le principali indicazioni sulle tendenze della regolamentazione e delle procedure di comitatologia relative al risparmio gestito rintracciabili a livello europeo e la loro coerenza rispetto alla definizione di riferimento adottata.

2. L'*asset management*: una definizione

Al fine di analizzare l'attuale sistema regolamentare e procedurale adottato dall'UE con specifico riferimento al settore dell'*asset management*, è importante definire concettualmente i confini di tale comparto, con l'obiettivo di individuare le attività e gli operatori ad esso ascrivibili.

2.1. Le categorie tradizionali

Tradizionalmente, sono state avanzate due classificazioni dei prodotti e degli operatori attivi all'interno del settore del risparmio gestito. La prima classificazione richiama i principali bisogni soddisfatti dai prodotti di

risparmio gestito, mentre la seconda insiste sulla figura dell'investitore istituzionale.

L'approccio basato sui bisogni lega i prodotti di risparmio gestito alle principali categorie di bisogni finanziari, previdenziali e assicurativi manifestati da quegli investitori che desiderano pianificare il proprio consumo ed il conseguente trasferimento di reddito nell'arco di un periodo prospettico.

[Tavola 1]

Solitamente, si ritiene che un bisogno di tipo finanziario che riflette l'esigenza dell'investitore di valorizzare la propria ricchezza finanziaria in un arco temporale normalmente circoscritto possa essere primariamente soddisfatto attraverso Fondi comuni di investimento, SICAV e GPM/GPF; che un bisogno previdenziale indirizzato alla costituzione di un reddito da beneficiare nel periodo di vita pensionistica possa essere soddisfatto attraverso la sottoscrizione di un fondo pensione e che un bisogno assicurativo che si esprime attraverso la richiesta di una forma di copertura rispetto a rischi che possono pregiudicare la capacità di produrre reddito in un periodo futuro possa essere soddisfatto mediante un contratto di assicurazione sulla vita che vincoli la compagnia di assicurazione a pagare un capitale o una rendita al verificarsi di un evento attinente alla vita umana (Tav. 1).

Questa segmentazione dei prodotti del risparmio gestito è andata attenuandosi negli ultimi anni in quanto l'innovazione finanziaria e la maggiore articolazione e combinazione dei contratti hanno accentuato la sostituibilità tra prodotti finanziari, assicurativi e previdenziali. Prodotti finanziari quali i fondi comuni di investimento vengono sempre più impiegati per la copertura di finalità previdenziali al pari di un fondo pensione a contribuzione definita. Analogamente una polizza vita incorpora componenti finanziarie e previdenziali che possono risultare prevalenti, o addirittura preminenti, rispetto ad una finalità di copertura dei rischi.

Ne deriva una certa difficoltà ad associare univocamente tipologie di bisogni e categorie di prodotti gestiti.

L'approccio "Investitori Istituzionali" discende dalla tendenza prevalente, rintracciabile nella letteratura sull'*asset management*, di identificare i principali operatori attivi nell'industria con la categoria degli investitori istituzionali. In realtà, l'investitore istituzionale deve essere opportunamente definito come il veicolo contrattuale attraverso il quale viene realizzata la raccolta dei fondi che verranno gestiti dagli intermediari

attivi nel settore. Si tratta di una semplificazione dettata prevalentemente da esigenze di rappresentazione quantitativa del settore che si scontrano con l'esistenza di statistiche riferite alle tipologie contrattuali di portafogli in cui confluiscono i patrimoni degli investitori (Tav. 2). Tra operatori e tipologie di portafogli esistono peraltro aree di sovrapposizione che rendono a volte legittima l'identificazione tra investitore istituzionale e *asset manager* o intermediario che raccoglie i fondi. E' questo il caso dei portafogli gestiti direttamente e raccolti presso il pubblico dalle imprese di assicurazione, dove operatore e investitore istituzionale si identificano nelle funzioni di raccolta e gestione dei patrimoni.

[Tavola 2]

Le categorie tradizionali (bisogno soddisfatto, investitore istituzionale) non consentono di mettere a fuoco le caratteristiche distintive del settore del risparmio gestito. Queste lacune sollecitano pertanto l'introduzione di approcci diversi.

2.2. Le “nuove” categorie

L'espressione "asset management" fa riferimento ad un'attività che presenta le seguenti caratteristiche²:

- a) intermediari finanziari specializzati (*asset manager*) che creano portafogli efficienti da un punto di vista tecnico in cui viene massimizzata la combinazione rischio-rendimento alla luce dei benefici derivanti dal processo di diversificazione degli investimenti;
- b) l'esistenza di un mandato fiduciario esplicito o implicito per la gestione di un portafoglio finanziario, che permette di creare un legame diretto tra la decisione di investimento realizzata dall'*asset manager* e la situazione patrimoniale dell'investitore.

In base alle caratteristiche individuate ai fini di delimitare le attività e gli operatori appartenenti al comparto dell'*asset management* è possibile evidenziare come gli elementi discriminanti di tale attività non discendano dalla natura dell'operatore che eroga il servizio (approccio istituzionale)³. In realtà, è possibile rintracciare le caratteristiche distintive del risparmio gestito nelle funzioni svolte dall'intermediario finanziario in termini di costruzione di portafogli tecnicamente efficienti (approccio funzionale) e nella circostanza che il rischio insito nelle scelte di investimento effettuate dal gestore venga sopportato dal mandante stesso (approccio *risk-based*).

Gli approcci rintracciati permettono di classificare i diversi prodotti/servizi e gli intermediari attivi all'interno del settore dell'*asset management*.

2.2.1. L'approccio *risk-based*

L'approccio *risk-based* permette di classificare i principali prodotti/servizi che rientrano nel comparto del risparmio gestito sulla base del legame diretto che intercorre tra scelte dell'*asset manager* e mandante dell'operazione.

L'articolazione dei prodotti del risparmio gestito è tradizionalmente collegata alle modalità con cui si esercita l'attività di gestione da parte degli intermediari, che può dar luogo a portafogli gestiti individualmente, o a quote di portafogli gestiti collettivamente. Nelle gestioni collettive, l'*asset manager* combina la selezione di valori mobiliari per conto degli investitori con un servizio di *pooling* di fondi. Nelle gestioni individuali, l'investitore delega ad un intermediario la selezione di valori mobiliari attraverso un mandato che permette di mantenere distinti i diversi portafogli gestiti su base discrezionale.

Nella prima categoria rientrano le principali tipologie di fondi, quali fondi comuni di investimento, Sicav, fondi pensione a contribuzione definita, mentre nella seconda le gestioni di patrimoni individuali che possono essere realizzate attraverso la costruzione di portafogli di strumenti finanziari originari (le Gestioni Patrimoniali Mobiliari) oppure di portafogli composti da altri portafogli finanziari (come le Gestioni Patrimoniali in Fondi). Entrambe le modalità con cui può essere esercitata l'attività di gestione danno origine a prodotti per i quali si assiste ad un collegamento diretto tra scelte dell'operatore finanziario e situazione patrimoniale dell'investitore in quanto, in questi schemi, le attività finanziarie rimangono di fatto di proprietà del risparmiatore finale, sia esso una persona fisica o un'istituzione.

Più controversa, almeno da un punto di vista concettuale, è l'inclusione dei contratti di assicurazione sulla vita tra le modalità di gestione collettiva. Il procedimento assicurativo implica un'attività di investimento del risparmio dell'assicurato che si caratterizza per il fatto che il sottoscrittore non diventa proprietario degli attivi in cui vengono investiti i capitali raccolti sotto forma di premi. Tali capitali confluiscono in una gestione separata, rispetto alle restanti attività della compagnia di assicurazione, gestione che assume la forma di un portafoglio finanziario ben definito i cui rendimenti vengono retrocessi, su base netta, agli investitori. Gli elementi che consentono di assimilare sostanzialmente una

parte rilevante dell'attività esercitata dal comparto assicurativo ramo vita alle attività di *asset management*, ed in particolare alle modalità di gestione collettiva, fanno da un lato riferimento alla dimensione finanziaria del contratto di assicurazione e dall'altro al collegamento, sebbene a volte mediato, tra rendimenti della gestione separata e patrimonio dell'assicurato. La principale differenza che intercorre tra prodotti da gestione collettiva *stricto sensu* e prodotti assicurativi a gestione separata risiede nella titolarità dei fondi gestiti che pur essendo riconducibili a portafogli finanziari ben definiti rappresentano tuttavia una passività finanziaria dell'intermediario⁴.

2.2.2. L'approccio funzionale

L'approccio funzionale permette di identificare le caratteristiche dei principali intermediari finanziari attivi nel settore del risparmio gestito, attraverso l'analisi della catena del valore. Come è noto, la catena del valore si basa sull'ipotesi che tutte le attività di impresa possano essere frazionate in un susseguirsi di attività discrete, ad ognuna delle quali può essere attribuita una determinata valenza strategica.

[Figura 1]

Gli operatori attivi nell'industria dell'*asset management* sono accomunati dallo svolgimento di una sequenza di attività a loro volta riconducibili a due principali fasi: produzione e distribuzione (Fig. 1). Nella realtà operativa le opzioni selezionate dagli intermediari attivi all'interno dell'industria, vanno dalla scelta di specializzazione all'interno di una delle fasi discrete, al presidio di tutte le singole fasi di ricerca, produzione e distribuzione della catena del valore, escludendo pertanto una scelta di focalizzazione.

L'analisi della catena del valore permette di identificare, da un punto di vista istituzionale, i principali *players* attivi nell'industria del risparmio gestito:

- *asset managers* (o produttori): intermediari finanziari specializzati nella gestione di fondi per conto di investitori individuali e clientela istituzionale. La fase produttiva può essere descritta come un processo indirizzato alla costruzione di portafogli finanziari tecnicamente efficienti supportato dalle attività di *back office* funzionali alla gestione del risparmio (negoiazione, regolamento, custodia, amministrazione). Da un punto di vista istituzionale, le società di gestione, le banche, le compagnie di assicurazione, le società fiduciarie sono tutti potenziali *asset manager*;

- *distributors* (o distributori): gli intermediari attivi nella fase distributiva pongono in essere una serie di attività connesse alla valutazione delle esigenze finanziarie del cliente, alla finalizzazione del contratto e a tutto ciò che, una volta instaurata la relazione, sia riconducibile al rapporto con la clientela. I canali distributivi comprendono le filiali bancarie, le agenzie assicurative, le reti di promotori, i *broker* assicurativi e le varie tipologie di tecniche di vendita a distanza. I principali operatori che operano in questa fase, per ragioni connesse alla capillarità della loro rete distributiva, sono le banche e le compagnie assicurative.

L'*asset management* si manifesta quindi come un *genus* eterogeneo, che accoglie al suo interno più specie diverse: attività di gestione in monte, attività di gestione individuale, e fondi che, pur essendo riconducibili a portafogli finanziari ben definiti, rappresentano una passività finanziaria dell'intermediario (assicurazioni vita a gestione separata). Tali attività possono essere svolte, da un punto di vista istituzionale, da una pluralità di intermediari finanziari.

Questa analisi sottolinea la difficoltà di giungere a determinare in maniera univoca il perimetro dell'industria dell'*asset management*. Ciononostante, l'elevato grado di sostituibilità che interessa tali prodotti e la molteplicità di intermediari potenzialmente attivi nel settore demandano alle autorità di regolamentazione europee di adottare un approccio coerente in modo da giungere ad una definizione realmente rappresentativa di questo settore di attività.

La combinazione tra l'approccio *risk-based* e l'approccio funzionale (Tav. 3) consente la costruzione di una matrice che potrebbe guidare l'intervento regolamentare per evitare la possibilità di arbitraggi di natura regolamentare all'interno di un unico *cluster* che include prodotti tra loro economicamente sostituibili.

[Tavola 3]

3. L'*asset management* in Europa: aspetti regolamentari e procedure di comitatologia

Tra i comparti dell'intermediazione finanziaria, il risparmio gestito ha dimostrato di essere uno dei settori più dinamici e per i quali si è posto il problema di definire una regolamentazione coordinata e integrata con quella relativa agli altri settori dell'intermediazione finanziaria nel perseguimento di obiettivi comuni di stabilità, efficienza e trasparenza. Lo scopo del

paragrafo è duplice. Da un lato si identificano i profili fondamentali della regolamentazione del settore del risparmio gestito in ambito comunitario e dall'altro si analizzano gli aspetti di comitatologia introdotti nell'ambito dei valori mobiliari a partire dalla relazione del Comitato dei Saggi e recentemente estesi al settore dell'*asset management*.

3.1. Principi di regolamentazione dei sistemi finanziari

Il criterio *risk-based* sollecita l'adozione di un approccio diverso alla regolamentazione del settore dell'*asset management* stante il peculiare profilo di rischio che caratterizza tale attività.

Il primo denominatore comune ai vari approcci alla regolamentazione finanziaria è giustificato dall'esigenza di rimediare a *market failures* che si traducono nell'incapacità del mercato e degli operatori del sistema finanziario di raggiungere autonomamente condizioni soddisfacenti di efficienza nell'allocazione delle risorse disponibili⁵. La peculiarità della regolamentazione finanziaria risiede nell'evidenza che i *failures* dei mercati e degli intermediari sono molteplici, si riferiscono a fattispecie differenti e trascinano conseguenze negative rilevanti⁶. Queste fattispecie possono essere tradotte nei tre obiettivi fondamentali perseguiti dalla regolamentazione del sistema finanziario: stabilità macro e microeconomica, efficienza dei soggetti operanti nel mercato e concorrenza tra gli stessi, correttezza e trasparenza del mercato e degli intermediari al fine di tutelare gli investitori. I differenti segmenti dell'intermediazione finanziaria si distinguono anche in relazione all'importanza relativa attribuita a ciascuno degli obiettivi finali.

L'elemento cruciale per poter riconoscere e giustificare la diversa enfasi posta sui vari obiettivi finali deriva dalla tipologia di obbligazione assunta a capo del fornitore del servizio. Da questo punto di vista è possibile distinguere tra obbligazioni che riconoscono al sottoscrittore del contratto il diritto di ottenere una somma di denaro determinata o determinabile⁷, e obbligazioni qualificabili in termini gestori nel rapporto che sorge tra intermediario ed investitore. Nel primo caso, qualora l'obbligo del fornitore del servizio si configuri come obbligo di restituire un importo pari o parametrato a quello ricevuto, l'interesse dell'investitore è principalmente indirizzato alla stabilità e al grado di solvibilità dell'intermediario; nel secondo caso, quando si instaura un obbligo di gestione, l'interesse sarà rivolto alla corretta e trasparente esecuzione del rapporto di mandato⁸.

Da quanto detto, la regolamentazione dell'industria dell'*asset management* presenta obiettivi sostanzialmente differenti rispetto a quelli

propri della regolamentazione bancaria e a quelli che caratterizzano le imprese di assicurazione. Infatti, tra gli intermediari finanziari banche e imprese di assicurazione manifestano analogie nell'esposizione ai rischi e negli strumenti della regolamentazione. Le banche finanziano attività a medio-lungo termine prevalentemente attraverso forme di raccolta potenzialmente volatili e a breve scadenza e quindi sono esposte a inattese richieste di conversione delle passività in moneta. Le imprese di assicurazione emettono polizze che incorporano, a fronte del pagamento effettuato in via anticipata, promesse di risarcimento al verificarsi dell'evento oggetto del contratto; stime imprecise degli eventi negativi possono compromettere il rimborso dell'indebitamento. I sistemi di regolamentazione bancaria attribuiscono una vera e propria centralità alle norme di stabilità in considerazione degli effetti sistemici, ampiamente dibattuti nella teoria finanziaria⁹, che potrebbero scaturire da una crisi di fiducia dei depositanti; i sistemi di regolamentazione assicurativa, stante l'inversione del ciclo produttivo che caratterizza tale attività¹⁰, sono indirizzati a garantire la solvibilità dell'impresa di assicurazione. Pertanto, sono le peculiarità dell'attività caratteristica svolta dagli intermediari bancari e assicurativi che giustificano l'adozione di interventi di vigilanza miranti a prevenire l'instabilità.

Gli intermediari appartenenti ad altri segmenti dell'intermediazione finanziaria palesano modalità economico-patrimoniali differenti che ispirano preoccupazioni diverse. In particolare, gli *asset manager* si contraddistinguono per le seguenti caratteristiche:

- i gestori di patrimoni investono prevalentemente per conto di altri¹¹ rispettando i principi della diversificazione e del frazionamento del rischio;
- il patrimonio dell'intermediario è separato da quello dell'investitore;
- il rischio di controparte e quello finanziario sono assunti dagli investitori tramite il meccanismo di valorizzazione delle posizioni che prevede che le variazioni dell'attivo del fondo si ripercuotano direttamente sul valore delle quote;
- gli *asset manager* non intervengono frapponendo il proprio bilancio nelle transazioni tra prestatori e prenditori finali di fondi e presentano forme di raccolta meno volatili rispetto all'intermediario bancario e più in linea con il grado di liquidità dell'attivo.

Pertanto, la regolamentazione a capo delle gestioni è orientata più alla protezione del contraente debole, dell'investitore, rispetto alla prevenzione dei rischi sistemici in quanto "...dove i fondi dei clienti siano separati [da quelli del gestore] e i rischi di insolvenza siano limitati, gli investitori sono principalmente esposti ai rischi di frode, furto, incompetenza o negligenza della società di gestione¹²". Negli ultimi anni si sono verificati diversi casi di crisi di fondi comuni¹³ che hanno messo in luce l'eventualità di possibili e rimarchevoli profili di stabilità per i fondi. Tali casi, che hanno provocato notevoli perdite per i risparmiatori, sono imputabili o a comportamenti fraudolenti o a forte svalutazione del portafoglio investito¹⁴. Se questa seconda situazione può essere osteggiata fissando precise regole sui limiti agli investimenti - e la violazione da parte del gestore di tali limiti non raffigura l'espressione di un rischio finanziario, bensì definisce un'ipotesi di comportamento non conforme -, il comportamento fraudolento sollecita l'emanazione di particolari regole di condotta¹⁵. Quindi, sono principalmente i rischi inerenti alla qualità del servizio che giustificano l'adozione di un impianto regolamentare in capo agli *asset managers*. La regolamentazione deve pertanto risolvere principalmente un problema di distribuzione asimmetrica dell'informazione tra fornitore del servizio e fruitore del medesimo¹⁶.

La regolamentazione deve quindi risolvere un problema di diffusione asimmetrica dell'informazione; a tale scopo vengono poste norme di comportamento e di trasparenza nei confronti della clientela per assicurare una adeguata qualità del servizio prestato e quindi la tutela dell'investitore. Quanto visto in precedenza non toglie che agli *asset managers* siano applicabili ed applicate sia regole di stabilità, sia regole di trasparenza e correttezza; ciò che emerge però è che la regolamentazione applicata dovrebbe essere orientata più agli aspetti di tutela degli investitori che a quelli della solvibilità dell'intermediario¹⁷.

3.2. Aspetti regolamentari

Per valutare l'approccio seguito dal legislatore europeo nella regolamentazione del settore del risparmio gestito è opportuno premettere che da un punto di vista regolamentare non è possibile definire il settore dell'*asset management* come un corpo normativo unitario. Cinque differenti sistemi legislativi regolano specifiche aree dell'*asset management* all'interno della UE: il settore bancario, i servizi di investimento, le assicurazioni, i fondi pensione e i fondi di investimento (si veda Allegato 1). Il regime regolamentare dipende dalla specifica licenza posseduta dall'intermediario

finanziario in questione, che può essere “iscritto” come banca, compagnia assicurativa, gestore di fondi pensione, impresa di investimento o gestore di fondi d'investimento. L'interrogativo che emerge riguarda la possibilità di incongruenze o possibili arbitraggi tra questi diversi regimi di regolamentazione¹⁸. Inoltre, nonostante la regolamentazione di questo settore sia stata in gran parte armonizzata a livello europeo, l'implementazione della legislazione UE potrebbe variare, dal momento che le strutture e le pratiche di supervisione continuano a differire da paese a paese. In termini regolamentari, la differenza più evidente è legata alle norme poste a tutela dell'investitore: a seconda del fornitore del servizio le regole si modificano. Come illustrato nell'Allegato 1 vi è un sostanziale allineamento nelle regole che governano gli obblighi di trasparenza imposti a capo di banche e compagnie assicurative con particolare riferimento alla regolamentazione relativa alla qualità del servizio e in special modo agli obblighi di divulgazione e alle norme di condotta. Tali norme risultano ben più incisive per gli altri settori (fondi pensione, gestioni individuali e fondi comuni di investimento) dimostrando l'approccio settoriale, spesso anacronistico, che caratterizza il legislatore europeo il quale è ancora animato da una visione tradizionale del business assicurativo e bancario. In particolare, all'interno dell'aggregato prodotti assicurativi, come precedentemente illustrato, esistono soluzioni produttive completamente sostituibili rispetto ad altre forme di impiego del risparmio a lungo termine e per le quali il rischio è traslato dall'assicuratore all'investitore. In questi casi, che si stanno diffondendo a ritmi vertiginosi sulla piazza finanziaria, occorrerebbe riservare una regolamentazione ad hoc, preferibilmente di stampo comunitario, in cui su aspetti di struttura e di stabilità prevalgano esigenze di informativa dell'utente finale del servizio.

L'analisi degli interventi previsti dal FSAP consente di delineare l'approccio più recente adottato dal legislatore europeo nella regolamentazione del settore del risparmio gestito. Il *Financial Service Action Plan* consiste di una serie di interventi miranti, entro il 2005, a rimuovere le barriere che differenziano le piazze finanziarie europee ancora caratterizzate da profili di segmentazione nazionali nel segmento *retail*¹⁹. Dei 42 interventi originariamente previsti dal FSAP, 7 direttive riguardano direttamente aspetti attinenti all'industria del risparmio gestito. In particolare, la tavola 4 illustra il calendario di adozione dei provvedimenti emanati in ambito comunitario e i principali ambiti di applicazione degli stessi.

[Tavola 4]

La Tavola 4 consente di rintracciare tre linee di fondo che caratterizzano l'intervento del legislatore comunitario nel tentativo di creare un mercato unico dell'*asset management* nell'ambito della UE:

1. l'introduzione di un insieme di norme volte ad armonizzare l'attività di impresa. Le modalità per dare attuazione concreta ai principi della libertà di insediamento e libertà di prestazione di servizi sotto il principio dell'*home country control* sono state disciplinate da direttive comunitarie di carattere settoriale che, per i vari segmenti dell'industria del risparmio gestito, hanno manifestato tempistiche sicuramente differenti. In ambito assicurativo le prime direttive relative all'armonizzazione dell'attività d'impresa risalgono agli anni 70²⁰, mentre con riferimento alle società di gestione degli organismi di investimento collettivo le norme fanno riferimento ad un periodo più recente;

2. la seconda linea d'indagine verte sulla normativa relativa al prodotto ed in particolare sulla predisposizione di regole idonee ad abbassare i costi di commercializzazione transfrontaliera dei prodotti/contratti armonizzati. Anche in questo caso si può assistere ad una settorizzazione degli interventi del regolamentatore europeo; questa tendenza emerge per una particolare categoria di prodotto, i fondi comuni di investimento, per i quali dalla metà degli anni Ottanta sono previste norme relative all'armonizzazione delle caratteristiche contrattuali e solo più recentemente anche per i fondi pensione;

3. il terzo indirizzo fa riferimento all'aspetto connesso alla distribuzione dei prodotti/servizi attraverso differenti canali di contatto con la clientela. In particolare, con riferimento a diverse modalità di relazione con la clientela, sono state emanate tanto normative di stampo "orizzontale" che interessano pertanto qualsiasi tipologia di servizio finanziario e questo vale in relazione a quelle tipologie di canale che non richiedono un contatto intermediario-cliente, ma anche normative di carattere settoriale che hanno interessato il solo segmento assicurativo prevedendo la c.d. Licenza Unica che verrà introdotta con il definitivo recepimento della dir. 2002/92/CE relativa all'intermediazione assicurativa.

Una lettura del settore in grado di rappresentare l'articolazione delle attività e degli operatori porta a distinguere due principali piani di analisi: i soggetti coinvolti che possono essere identificati ed analizzati scomponendo l'attività del risparmio gestito in una successione integrata di fasi riconducibili, in ultima analisi, al momento produttivo e/o a quello distributivo, e il risultato dell'attività di gestione del risparmio. Gli stessi piani di analisi possono essere riproposti e utilizzati nella verifica dell'evoluzione normativa che ha caratterizzato il settore del risparmio gestito nel periodo più recente, privilegiando una prospettiva che tende

maggiormente ad enfatizzare la lettura degli *economics* della regolamentazione rispetto ad una impostazione di tipo normativo. Dall'analisi precedente emerge che il legislatore europeo non ha seguito un unico approccio nella produzione normativa relativa al settore del risparmio gestito in ambito comunitario. Infatti, direttive di stampo orizzontale si intrecciano con direttive di carattere settoriale che interessano in maniera differente i diversi operatori attivi nell'industria, a cui si aggiungono norme specifiche relative alla commercializzazione di alcune tipologie di prodotti.

3.3. Comitologia e *asset management*

La soluzione normativa attraverso la quale il legislatore europeo ha regolamentato il settore del risparmio gestito, o più in generale questioni inerenti l'area dei servizi finanziari, è la Direttiva. Tale strumento vincola lo Stato Membro cui è rivolta per quanto riguarda il risultato da raggiungere, salva restando la competenza degli organi nazionali in merito alla forma e ai mezzi²¹ da utilizzare per il suo conseguimento. La Direttiva pertanto, contrariamente al Regolamento, non incorpora norme che gli Stati membri sono tenuti ad applicare, ma impone obiettivi che spetterà poi agli Stati membri di tradurre in concrete previsioni normative.

Il processo regolamentare europeo è stato interessato da profonde modificazioni non nelle soluzioni normative bensì negli aspetti di ordine procedurale. Nella relazione finale del Comitato dei saggi²², sulla regolamentazione dei mercati dei valori mobiliari europei, è stata proposta l'introduzione di nuove tecniche legislative basate su un approccio a quattro livelli ovvero principi quadro, misure di implementazione, cooperazione e vigilanza sull'osservanza della normativa.

In linea con questa proposta, il nuovo sistema di regolamentazione è basato su quattro livelli, che coinvolgono tutti la Commissione Europea affiancata, a seconda del contesto, da diversi comitati. Il funzionamento di questi comitati, la cosiddetta comitologia, sintetizza il processo attraverso il quale le misure di implementazione di atti legislativi vengono adottate dalla Commissione Europea su consiglio di un comitato di esperti.

Il livello 1 corrisponde alla direttiva che deve limitarsi a stabilire principi quadro di carattere generale, mentre il livello 2 consta delle misure tecniche di esecuzione che devono essere adottate dalla Commissione con l'assistenza di un comitato. Questi due livelli sono integrati da un livello 3 e da un livello 4. Il livello 3, basato sull'azione di Comitati consultivi, ha il compito di assicurare la conformità della trasposizione e dell'implementazione delle norme dei primi due livelli. I Comitati consultivi (formati dai rappresentanti delle autorità di regolamentazione e dai

supervisori nazionali) hanno il compito di indicare le linee guida e le pratiche migliori per i regolamenti amministrativi da adottare a livello nazionale, oltre ad offrire raccomandazioni interpretative congiunte anche su materie non coperte dalla legislazione UE. Questo assicura un alto livello di convergenza tra gli Stati Membri in termini di supervisione e regolamentazione. Infine, il livello 4 deve favorire l'applicazione delle norme comunitarie attraverso il rafforzamento dei poteri delle istituzioni europee.

[Figura 2]

La struttura attuale dei comitati (Figura 2) è il risultato di diversi aggiustamenti che si sono succeduti nel tempo. Inizialmente, in conformità con il mandato ricevuto incentrato sui mercati europei dei valori mobiliari, il Comitato dei Saggi stabilì l'introduzione di due comitati, il Comitato europeo dei valori mobiliari – ESC – (Livello 2) e il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari - CESR – (Livello 3)²³. L'ESC opera come comitato consultivo cui rivolgersi in caso di questioni relative a politiche riguardanti valori mobiliari e come comitato di regolamentazione, in conformità con la decisione del 1999 riguardante la procedura di comitatologia, con il compito di assistere la Commissione nell'introduzione di misure di implementazione. Il CESR, formato dalle autorità nazionali di regolamentazione, ha il compito di assicurare che l'implementazione e l'adozione di direttive da parte dei singoli Stati Membri non conduca ad una situazione di dispersione e divisione. Le norme elaborate dal CESR e poi approvate dalla Commissione sono direttamente implementate da tutte le autorità nazionali.

Successivamente, di fronte al consenso generale creatosi attorno a questi due comitati, l'Ecofin ha proposto di estendere la procedura Lamfalussy a tutti i settori dell'intermediazione finanziaria²⁴. Il Comitato economico e finanziario (EFC) ha proposto l'estensione di tale procedura a tutti i settori finanziari in linea con le disposizioni in vigore dal febbraio 2002 *“based on existing inter-institutional agreements, whilst also recognising sectorial specificities”*²⁵. L'EFC ha stabilito che queste specificità settoriali *“would be best recognised by three separate committees each at Levels 2 and 3: for banking, insurance (including pensions) and securities (including UCITS). In addition, ..., a fourth Level 2 would be established to deal with certain specific rules concerning financial conglomerates operating across sectors”*²⁶. Questa affermazione è particolarmente significativa, dal momento che l'estensione della procedura

Lamfalussy ad ogni settore finanziario favorisce la realizzazione di un mercato europeo integrato per i servizi finanziari e assicurerà un veloce ed efficace adattamento del sistema di regolamentazione ad un mercato in costante cambiamento.

La proposta del Comitato economico e finanziario (EFC) ha condotto, nel 2003, ad una bozza di direttiva²⁷ che proponeva la creazione, ai livelli 2 e 3, di comitati settoriali competenti per i vari segmenti dell'intermediazione finanziaria. La direttiva proposta è parte di un pacchetto di misure volte ad estendere al settore bancario, assicurativo e dei fondi di investimento la struttura dei comitati della UE operante, già dal 2002, nel settore dei valori mobiliari. Sono stati creati numerosi nuovi comitati, tra cui (ai livelli 1 e 2) il Comitato bancario europeo (EBC), il Comitato europeo delle assicurazioni e delle pensioni (EIOPC) e il Comitato europeo per i conglomerati finanziari (EFCC). Come il Comitato europeo dei valori mobiliari (ESC), anche queste nuove istituzioni assisteranno la Commissione nell'adozione delle misure di implementazione previste dalle direttive della UE riguardanti il settore dei servizi finanziari. Due ulteriori comitati, il Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (CEBS) e il Comitato europeo dei controllori delle assicurazioni e dei fondi pensione (CEIOPS) intervengono al livello 3. Riunendo insieme le autorità nazionali di vigilanza, l'obiettivo è favorire l'implementazione della legislazione UE nei rispettivi ambiti all'interno dei singoli Stati Membri.

Inoltre, la competenza in materia di fondi comuni di investimento è stata delegata all'ESC (livello 2) e al CESR (livello 3).

Con riferimento al settore dell'*asset management* diverse argomentazioni possono essere avanzate a favore o contro l'assetto disegnato a seguito dell'estensione della procedura Lamfalussy ai diversi segmenti dell'intermediazione finanziaria.

Sono stati presentati diversi argomenti al fine di giustificare l'inclusione della gestione collettiva dei fondi comuni di investimento all'interno del più ampio settore dei valori mobiliari²⁸. Le principali argomentazioni sono le seguenti:

- mancanza di una chiara distinzione tra gestione individuale e gestione collettiva dal momento che spesso la produzione di entrambe le tipologie di gestione è affidata alla medesima divisione di *asset management* all'interno del gruppo (ad esempio, stesso produttore);
- le quote di fondi comuni di investimento sono considerate strumenti finanziari ai sensi della ISD2, mentre la gestione individuale costituisce uno dei servizi di investimento tassativamente elencati dalla medesima direttiva;

- a seguito dell'introduzione della direttiva del Consiglio 2001/107/CE (c.d. Direttiva Gestore), alle società di gestione è consentito esercitare anche l'attività di gestione su base individuale di portafogli di investimento²⁹, quest'ultima regolata dalla direttiva ISD2 indipendentemente dal tipo di intermediario che offre i servizi di investimento;

- l'esigenza di non separare il *buy-side* (che comprende piani di investimento sia individuale sia collettivo) dal *sell-side*, per favorire una regolamentazione più razionale del mercato dei capitali;

- configurandosi quale utente fondamentale delle infrastrutture di *trading* e *post-trading*, l'*asset management* potrebbe dimostrarsi un veicolo efficace in grado di garantire una maggiore efficienza in termini di *trade-execution*³⁰;

- solitamente, la regolamentazione e la supervisione dei valori mobiliari comprendono anche le attività di gestione collettiva di portafoglio.

Queste argomentazioni non sono, a parere di chi scrive, sufficienti a legittimare quella similitudine di carattere concettuale che l'EFC richiama a pagina 16 del documento del 16 ottobre 2002 "*Such an approach (securities including UCITS) allows for consistent treatment between certain sectors – securities and UCITS – where conceptual similarities are clearest*". Dal nostro punto di vista, queste somiglianze non sono né ovvie né chiarite in modo soddisfacente dal documento in questione. Il raggruppamento inappropriato può essere ravvisato sia con riferimento alla decisione di delegare le competenze in materia di fondi pensione al pilastro assicurativo che in relazione alla decisione di delegare alle autorità competenti in tema di valori mobiliari questioni attinenti i fondi comuni di investimento.

Con riferimento al primo punto, la decisione di collocare i fondi pensione all'interno del pilastro assicurativo rivela un approccio anacronistico al *business* delle pensioni integrative. A differenza di quanto avveniva in passato, in diversi stati membri, la gestione dei fondi pensione non è più un'attività di competenza esclusiva delle compagnie di assicurazione. La prestazione di un fondo pensione è il risultato di due componenti: l'accumulazione e l'investimento dei contributi destinati al fondo durante la fase contributiva e l'erogazione del montante demografico-finanziario in forma di rendita vitalizia o di capitale nel periodo post-lavorativo. Mentre quest'ultima fase può comportare la partecipazione di una compagnia assicurativa in caso di erogazione di una rendita annuale, il processo di investimento dovrebbe anche coinvolgere altri intermediari oltre alla compagnia assicurativa stessa. In un numero crescente di paesi UE, le società di gestione di fondi comuni di investimento detengono posizioni importanti in questo mercato; lo stesso ruolo viene sottolineato anche a livello comunitario laddove, l'introduzione della Direttiva 2001/107/CE

riconosce alla società di gestione la possibilità di esercitare anche l'attività di gestione di fondi pensione³¹.

In relazione alla decisione di delegare le materie afferenti alla gestione collettiva di fondi comuni di investimento al pilastro dei valori mobiliari, la ragione principale di preoccupazione discende dalla supposta capacità del comitato settoriale per i valori mobiliari di identificare in modo adeguato le peculiarità delle gestioni in monte nella forma di fondi comuni di investimento. Il settore dei valori mobiliari si è tradizionalmente concentrato su questioni attinenti il c.d. *sell-side* (funzionamento ed efficienza dei mercati, procedure di trading, informazioni che devono essere fornite dalle società al mercato, ecc...). Gli *asset managers*, quali utenti fondamentali di questi servizi, dovrebbero essere solo coinvolti nel dibattito su tali questioni al pari delle associazioni e degli operatori che periodicamente vengono interessati da una consultazione su argomenti di natura tecnica. Ma esistono anche altre problematiche di regolamentazione che riguardano specificatamente il *buy-side*, tra le quali si distinguono, questioni riguardanti la relazione tra il manager e i suoi clienti e la gestione di potenziali conflitti di interesse. Come sottolineato a più riprese, il risparmio gestito presuppone l'esistenza di un mandato fiduciario per la gestione di un portafoglio finanziario, tale attività presenta pertanto importanti differenze d'approccio rispetto alla compravendita di titoli e al *brokeraggio*. Ne consegue che un'esplicita demarcazione tra il *buy-side* (gestione dell'investimento) e il *sell-side* (valori mobiliari) costituisce una soluzione appropriata che attribuisce il giusto peso e la giusta protezione degli interessi degli investitori al dettaglio, necessità primaria a seguito degli scandali finanziari che hanno recentemente coinvolto gli investitori su molteplici piazze finanziarie.

Infine, occorre evidenziare come, da un punto di vista procedurale numerose questioni rimangano aperte. Come analizzato in precedenza, il prodotto fondo comune di investimento, le società di gestione, il servizio di gestione individuale e i fondi pensione, pur essendo tutti elementi ascrivibili all'industria del risparmio gestito, ognuno di questi è caratterizzato da una diversa base normativa di riferimento a livello europeo: le c.d. direttive UCITS (UCITS II e III) per gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, la direttiva ISD2 e, nel caso dei fondi pensione, la direttiva 2003/41/CE. Le direttive in questione prevedono meccanismi procedurali differenti: mentre il servizio di gestione individuale è regolamentato da una direttiva³² che prescrive l'intervento del Comitato europeo dei valori mobiliari (ESC) e del Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR), né la direttiva UCITS né quella relativa ai fondi pensione possono essere considerate direttive di tipo "lamfalussiano".

Con specifico riferimento agli UCITS, qualche potere di comitatologia, con ambiti di intervento molto limitati, era già stato riconosciuto ad un particolare Comitato, il Comitato di contatto UCITS, introdotto nel 1985³³ ai tempi dell'emanazione della prima direttiva UCITS. In origine, il Comitato UCITS svolgeva alcune funzioni indirizzate a garantire l'implementazione armonizzata degli interventi normativi nei diversi stati membri, a facilitare il processo di consultazione e di consulenza alla Commissione in vista di integrazioni alle direttive e possibili emendamenti. La Dir. 2001/108/CE³⁴ ha esteso le competenze del Comitato UCITS a determinati ambiti riguardanti la chiarificazione delle definizioni e l'allineamento della terminologia. È evidente che le funzioni ascritte al Comitato di contatto UCITS che dovranno a breve migrare integralmente al CESR/ESC non differiscono sostanzialmente da quelle prese in considerazione dalla procedura Lamfalussy, nonostante non vi sia una chiara distinzione tra i livelli 2 e 3³⁵.

4. Conclusioni

Il Piano d'azione per i servizi finanziari e l'approccio di comitatologia rappresentano un passo fondamentale verso un Mercato Unico Europeo dei servizi finanziari integrato ed efficiente. Questo processo è attualmente in corso e gli obiettivi del nuovo sistema di regolamentazione saranno pienamente raggiunti nei prossimi anni. Nel frattempo è opportuno fare alcune osservazioni riguardo al settore dell'*asset management* che costituisce una delle due aree di *policy* identificate dalla Commissione in cui ulteriore lavoro deve essere compiuto³⁶. La nostra analisi di due aspetti della regolamentazione dell'*asset management* (regolamentazione in sé e comitatologia) ha generato le seguenti conclusioni.

Da un punto di vista definitorio, l'espressione *asset management* impiegata nei vari atti legislativi e consultativi prodotti in ambito europeo fa principale riferimento ad un sottoinsieme delle attività realmente ascrivibili a tale settore. A più riprese l'espressione *asset management* viene utilizzata per identificare i servizi di gestione individuale e i servizi di gestione collettiva nella forma di fondi comuni di investimento. Nella definizione dei confini del settore dell'*asset management* l'autorità di regolamentazione europea sembra seguire un approccio incentrato sul prodotto, su cui si innesta la visione legata al bisogno soddisfatto. In altri termini, in ambito europeo nell'espressione *asset management* dovrebbero essere inclusi gli schemi di investimento collettivo ed individuale che soddisfano un bisogno di tipo finanziario collegato all'esigenza dell'investitore di valorizzare la

propria ricchezza finanziaria in un arco temporale normalmente circoscritto. Vengono pertanto escluse tipologie contrattuali che, pur condividendo con i fondi comuni di investimento le modalità con cui si esercita l'attività di gestione (gestione collettiva), tradizionalmente vengono utilizzate per soddisfare bisogni diversi quali i fondi pensione e i prodotti assicurativi a gestione separata, non considerando che l'innovazione finanziaria e la maggiore articolazione e combinazione dei contratti hanno accentuato la sostituibilità tra prodotti finanziari, assicurativi e previdenziali.

Concettualmente, si è sottolineato come, nonostante l'attività di *asset management* si manifesti come un *genus* eterogeneo che accoglie al suo interno più specie diverse, esistono alcune funzioni fondamentali che interessano tutti gli operatori di questo settore: il processo di gestione dell'investimento, la creazione dei prodotti, e altre funzioni tra cui le varie attività connesse al momento distributivo. Da questo discende che le autorità pubbliche dovrebbero garantire che tutte le funzioni legate all'*asset management*, indipendentemente dall'assetto istituzionale dell'intermediario che eroga il servizio, siano soggette a una regolamentazione non distorsiva. Tale elemento è stato sottolineato anche dal gruppo di esperti sull'*asset management* “*Public authorities should ideally seek to ensure that comparable business functions are subject to broadly equivalent regulation and professional standards achieving in this way an effective level playing field across all market segments*”³⁷. Un approccio funzionale (e non istituzionale) richiede, ad esempio, che le norme prudenziali, le attività di controllo, come pure le norme di condotta del *business* siano allineate all'interno dell'industria del risparmio gestito, indipendentemente dallo status istituzionale del soggetto erogante. Al fine di evitare un arbitraggio di natura regolamentare, la struttura di regolamentazione esistente potrebbe essere modificata per creare un pilastro autonomo ed esclusivo per l'*asset management* all'interno del sistema legislativo della UE, in cui convergano tutte le funzioni associate a questo settore, indipendentemente dal tipo di prodotto o dall'intermediario che eroga il servizio. Il risultato consisterebbe nella creazione di un pilastro separato ed ulteriore rispetto alla struttura esistente che interesserebbe tutte le funzioni riconducibili al momento produttivo e a quello distributivo che accomunano i vari *players* attivi nell'industria. In un'ottica di prodotto, ciò implicherebbe l'inclusione di tutti i servizi offerti da una società di gestione (fondi comuni, gestioni individuali, fondi pensione), come pure tutti i diversi prodotti assicurativi che comportano una gestione separata.

Se l'approccio funzionale permette di definire i confini dell'industria del risparmio gestito e pertanto di identificare il pilastro regolamentare-

procedurale corrispondente, l'approccio *risk based* consente di focalizzare la produzione normativa per risolvere quelle situazioni di asimmetria informativa che si riscontrano ogniqualvolta il mandante sopporti il rischio insito nelle scelte di investimento poste in essere dal gestore. L'esistenza del mandato fiduciario deve indirizzare la produzione normativa verso la risoluzione di un problema di diffusione asimmetrica dell'informazione attraverso l'adozione di norme di comportamento e di trasparenza nei confronti della clientela per assicurare una adeguata qualità del servizio prestato e quindi la tutela dell'investitore. E' pertanto il profilo di rischio, che contraddistingue l'attività degli *asset managers*, a sollecitare l'introduzione di un approccio diverso e peculiare alla regolamentazione di questo settore dell'industria dei servizi finanziari.

Da un punto di vista procedurale, le procedure identificate come "lamfalussiane", offrono un contributo limitato in questo segmento dell'industria dal momento che l'*asset management* insiste su diversi segmenti dell'intermediazione finanziaria che competono, nella struttura attuale, a comitati diversi. Il rischio maggiore è che incongruenze di approccio tra comitati (bancario, assicurativo e mobiliare) sostituiscano le tradizionali incongruenze che esistevano tra le direttive prima dell'affermarsi della comitatologia. L'introduzione di un pilastro regolamentare-procedurale separato per l'*asset management* a livello europeo (i.e.: *buy-side pillar*, *asset management pillar* o *investor pillar*), indipendente dai mercati, dalle banche e dalle compagnie assicurative, rappresenterebbe pertanto la migliore soluzione. Inoltre, la costituzione di un pilastro autonomo per l'*asset management* consentirebbe di cogliere appieno le differenti esigenze della clientela retail e di quella istituzionale.

Infine, il settore dell'*asset management*, come quello dei servizi finanziari in generale, è interessato dalle cosiddette direttive orizzontali (ad esempio: la direttiva sulla commercializzazione a distanza dei servizi finanziari, la direttiva commercio elettronico) che possono influenzare la struttura competitiva dei diversi segmenti dell'intermediazione. Le procedure di tipo lamfalussiano sono applicabili anche a queste tipologie di interventi normativi che insistono sui diversi segmenti dell'intermediazione finanziaria? Date le somiglianze "spaziali" tra la natura trasversale delle direttive orizzontali e la stessa attività di *asset management*, sarebbe possibile trasferire il meccanismo procedurale sviluppato e applicato alle direttive orizzontali anche al settore dell'*asset management*? Sviluppi futuri e ulteriori su questo argomento rappresentano uno degli ultimi tasselli verso un settore finanziario europeo realmente integrato.

Bibliografia

AA.VV., *The EU Financial Services Action Plan: a Guide*, mimeo, July, 2003

AA.VV., *Regulation and Supervision of Financial Institutions and Markets. A European Perspective*, Paper presented at EFMA Annual Meeting, mimeo, Basel, 2004

Asset Management Expert Group, *Financial Services Action Plan: Progress and Prospects*, Final Report, May, 2004

Akerlof G., *The Market for "Lemons": Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism*, Quarterly Journal of Economics, 84, 1970, 488-500

Banfi A., Di Battista M.L., (a cura di), *Tendenze e prospettive del risparmio gestito*, Bologna, Il Mulino, 1998

Benston G.J., *Regulating Financial Markets: a Critique and some Proposals*, Institute of Economic Affairs, London, 1998

Brighi P., Landi A., Lusignani G., *L'evoluzione del risparmio gestito nei principali sistemi finanziari*, Ente per gli Studi Monetari, Bancari e Finanziari Luigi Einaudi, Quaderni di Ricerche, n. 49, Roma, 2003

CE.DI.F (Centro di Diritto e Finanza), *La gestione collettiva del risparmio. Valutazione critica del Testo Unico della Finanza e comparazione con i principali ordinamenti europei*, giugno, mimeo, 2002 (www.assogestioni.it)

CESR, The Committee of European Securities Regulators, *The Role of CESR in the Regulation and Supervision of UCITS and Asset Management Activities in the EU*, Consultation Paper, CESR/03-378b, Paris, 2003

Committee of Wise Men, *The initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*. Brussels, November, 2000

Committee of Wise Men, *The Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, Brussels, February, 2001

Davis E.P., Steil B., *Institutional Investors*, MIT Press, 2001

Dale R., *Regulating the new Financial Markets*, in Edey M. (ed), *The Future of the Financial System*, Reserve Bank of Australia, Sydney, 1996

Diamond D.V., Dybvig P., *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, *Journal of Political Economy*, 91, 1983, 401-419

Economic and Financial Committee, *EFC Sound EU supervisory structures and practices* ("Brouwer I report"), Brussels, January, 2000

Economic and Financial Committee, *EFC Report on financial crisis management* ("Brouwer II report"), Brussels, April, 2001

Economic and Financial Committee, *EFC Report on Financial Regulation, Supervision and Stability, revised to reflect the discussion at the 8 October Meeting of the Ecofin Council*, Brussels, 2002

European Commission, Financial Services, *Drafting of an action plan* (COMM_1998), Brussels, 1998

European Commission, Financial Services, *Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*, COM(1999)232, Brussels, May, 1999

European Commission, Financial Services, 1999 – 2004, *Progress reports*, available at http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/

European Commission, *A Review of Regulatory Capital Requirements for EU Credit Institutions and Investment Firms*, MARKT/1123/99-EN-Rev.1, Brussels, November, 1999

European Commission, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directive 73/239/EEC, 85/611/EEC, 91/675/EEC, 93/6/EEC and 94/19/EEC and Directives 2000/12/EC, 2002/83/EC and 2002/87/EC of the European Parliament and of the Council, in order to establish a new financial services committee organisational structure*, COM (2003) 659 final, Brussels, 5.11.2003

European Commission, *Financial Integration Monitor. Background Document*, Internal Market DG, Working Paper, Brussels, April, 2004

European Commission, *Financial Services. Turning the Corner. Preparing the Challenge of the next Phase of European Capital Market Integration*, Tenth Report, Brussels, June, 2004

European Commission, *Progress on the Financial Services Action Plan*, Annex, Brussels, June, 2004

European Commission, *Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)*, COM(2005)177, 2005

FEFSI, *Extension of the Lamfalussy Procedure. Statement on EFC Report on Financial Regulation, Supervision and Stability*, 02-4024, November, 2002

Franks J., Mayer C., *Risks and Regulation in European Asset Management: Is there a Role for Capital requirements?*, European Asset Management Association, January, 2001

Grasso A. G., Gualandri E., *Verso un nuovo assetto regolamentare e di vigilanza nell'UE: post FSAP e comitatologia*, paper presentato al convegno "Asset management: prospettive di convergenza tra banche e assicurazioni. Profili regolamentari e gestionali", Udine, 24-25 giugno 2005

Grasso A. G., Gualandri E., Venturelli V., *Financial Services Action and Comitology Approach: Implication for the Regulation of the Asset Management Industry in the EU*, Quaderno di ricerca, Dipartimento di Economia Aziendale dell'Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia, 2004

Heinemann F., Schröder M., Schüler M., Stirböck C., Westerheide P., *Towards a Single European Market in Asset Management*, ZEW Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, May, 2003

HM Treasury, Financial Service Authority, Bank of England, 2003, *The EU Financial Services Action Plan: a Guide*, July

HM Treasury, Financial Service Authority, Bank of England, *The EU Financial Services Action Plan: Delivering the FSAP in the UK*, May, 2004

Lanoo K., Levin M., *Pan-European Asset Management. Achievement and Regulatory Impediments*, CEPS Task Force Report No. 44, April, 2003

Llewellyn D., *The Economic Rationale for Financial Regulation*, FSA Occasional Papers Series, 1, London: Financial Service Authority, 1999

Longo M., Macchiati A., Piatti L., Susi N., *Lavori preparatori per il Testo Unico della Finanza. Servizi e strumenti di impiego del risparmio*, Quaderni di Finanza, 28, Consob, Roma, 1998

Onado M., *Il risparmio gestito in Italia: caratteristiche generali e problemi di regolamentazione*, Quaderni di Finanza, 21, Consob, Roma, 1997

Onado M., *Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione*, Il Mulino, Bologna, 2000

Paces A.M., *La disciplina europea dei servizi finanziari al dettaglio. Prospettive di armonizzazione e di concorrenza tra ordinamenti nella tutela del consumatore*, Ente per gli Studi Monetari, Bancari e Finanziari Luigi Einaudi, Quaderni di Ricerche, n. 47, Roma, 2003

Resti A., *Gli assetti del risparmio gestito e il comportamento dei global players*, Ente per gli Studi Monetari, Bancari e Finanziari Luigi Einaudi, Quaderni di Ricerche, n. 26, Roma, 2002

Stella Richter M. Jr., *Obbligo di restituire e obbligo di gestire nell'attività finanziaria: alla ricerca di una disciplina per gli "ibridi" bancari e assicurativi*, Banca Impresa Società, a. XXI, n. 3, 2002, pp 495-508

[Allegato 1]

¹ Per ulteriori approfondimenti si veda Grasso A. G., Gualandri E., Venturelli V., *Financial Services Action and Comitology Approach: Implication for the Regulation of the Asset Management Industry in the EU*, Quaderno di ricerca, Dipartimento di Economia Aziendale dell'Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia, 2004

² Per ulteriori approfondimenti si veda Onado M., *Il risparmio gestito in Italia: caratteristiche generali e problemi di regolamentazione*, Quaderni di Finanza, 21, Consob, Roma, 1997; Davis E.P., Steil B., *Institutional Investors*, MIT Press, 2001; Resti A., *Gli assetti del risparmio gestito e il comportamento dei global players*, Ente per gli Studi Monetari, Bancari e Finanziari Luigi Einaudi, Quaderni di Ricerche, n. 26, Roma, 2002; Brighi P., Landi A., Lusignani G., *L'evoluzione del risparmio gestito nei principali sistemi finanziari*, Ente per gli Studi Monetari, Bancari e Finanziari Luigi Einaudi, Quaderni di Ricerche, n. 49, Roma, 2003

³ Resti A., *op cit.*

⁴ Sul punto si veda Brighi P., Landi A., Lusignani G., *op. cit.*

⁵ Onado M., *Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione*, Il Mulino, Bologna, 2000

⁶ In questo senso il mercato finanziario si può allontanare dalle condizioni ottimali per diverse ragioni: distruzione del bene pubblico "moneta", crisi bancarie e sistemiche, mercati non concorrenziali, mancata protezione del contraente debole, frodi, asimmetrie informative tra acquirenti ed emittenti di prodotti finanziari. Si veda Onado M., 2000, *op. cit.*

⁷ Come nel caso dei prodotti bancari (ad eccezione di azioni ed obbligazioni convertibili di emanazione bancaria) e delle polizze (tradizionali, nda) di assicurazione sulla vita. Per ulteriori approfondimenti si veda Stella Richter M. Jr., *Obbligo di restituire e obbligo di gestire nell'attività finanziaria: alla ricerca di una disciplina per gli "ibridi" bancari e assicurativi*, Banca Impresa Società, a. XXI, n. 3, 2002, pp 495-508

⁸ Stella Richter M. Jr., *op. cit.*

⁹ Diamond D.V., Dybvig P., *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, Journal of Political Economy, 91, 1983, 401-419. Per una rassegna completa si veda Onado M., 1997, *op. cit.*, e Onado M., 2000, *op. cit.*

¹⁰ Per Dale R., *Regulating the new Financial Markets*, in Edey M. (ed), *The Future of the Financial System*, Reserve Bank of Australia, Sydney, 1996, le imprese di assicurazione presentano un grado di trasformazione delle scadenze opposto rispetto a quello che caratterizza la banca; attività a breve termine finanziate attraverso forme di raccolta a medio-lungo termine

¹¹ Franks J. e Mayer C. (2001, p. 5) sostengono che "i livelli delle posizioni proprie sono bassi e l'insolvenza finanziaria è classificata come uno dei rischi più bassi per i gestori di patrimoni". Si veda Franks J., Mayer C., *Risks and Regulation in European Asset Management: Is there a Role for Capital requirements?*, European Asset Management Association, January, 2001

¹² Franks J. e Mayer C., *op. cit.*, p. 113

¹³ Longo M., Macchiati A., Piatti L., Susi N., *Lavori preparatori per il Testo Unico della Finanza. Servizi e strumenti di impiego del risparmio*, Quaderni di Finanza, 28, Consob, Roma, 1998

¹⁴ *Ibid*

¹⁵ "In realtà, il problema della stabilità si pone indirettamente, in termini di possibile contagio all'interno di un gruppo bancario quando la banca è costretta a rimborsare investitori di un fondo da essa controllato per perdite causata da mala gestione, il che darebbe luogo ad azioni di risarcimento." Onado M., 2000, *op. cit.*, p. 441

¹⁶ La teoria economica insegna (Akerlof G., *The Market for "Lemons": Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism*, Quarterly Journal of Economics, 84, 1970, 488-500) che i mercati falliscono nel trasmettere la qualità di un servizio per l'esistenza di asimmetrie informative tra i fornitori del servizio (*agent*) e gli utenti del servizio stesso (*principals*). Tali asimmetrie danno origine a due problemi ben noti in letteratura: la selezione avversa, che consiste nell'impossibilità per il principale di discriminare tra i diversi fornitori del servizio per la mancanza di un set informativo esaustivo, e il rischio morale rappresentato dalla possibilità che il fornitore possa manifestare comportamenti scorretti a causa della mancanza di monitoraggio da parte del fruitore del servizio stesso

¹⁷ CE.DI.F (Centro di Diritto e Finanza), *La gestione collettiva del risparmio. Valutazione critica del Testo Unico della Finanza e comparazione con i principali ordinamenti europei*, giugno, mimeo, 2002

¹⁸ Lanoo K., Levin M., *Pan-European Asset Management. Achievement and Regulatory Impediments*, CEPS Task Force Report No. 44, April, 2003

¹⁹ Alcuni studi hanno stimato la potenziale crescita del GDP a seguito della costituzione di un mercato dei servizi finanziari integrato a livello europeo. I tassi variano da uno 0,5% all'1,5% e le cause sono individuate in: un ampliamento della gamma di offerta; in una riduzione nel costo dei servizi finanziari al dettaglio; in una diminuzione dei tassi di interesse e in una maggior diversificazione internazionale nelle scelte di portafoglio degli investitori. Per ulteriori approfondimenti: Grasso A. G., Gualandri E., Venturelli V., *op. cit.*

²⁰ Per quanto riguarda le assicurazioni vitali prime due direttive hanno introdotto, rispettivamente, l'obbligatorietà dell'autorizzazione pubblicistica per l'esercizio all'attività assicurativa a sua volta suddivisa in rami uniformi per tutti gli Stati membri e la distinzione tra ipotesi di stabilimento e libera prestazione di servizi. Entrambi gli interventi sono

stati realizzati per porre le basi per la libera circolazione delle imprese di assicurazione e vengono completati dalla terza direttiva che ha previsto che l'autorizzazione ottenuta in uno Stato vale anche in tutti gli altri Stati membri e soggetta al controllo dell'Autorità di vigilanza del paese di origine in virtù del principio c.d. dell'*home country control*

²¹ Art. 249 del Trattato istitutivo della Comunità Europea così come modificato dal trattato di Amsterdam del 2 Ottobre 1997

²² Committee of Wise Men, *The Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, Brussels, February, 2001

²³ Il CESR svolge comunque un ruolo primario anche a livello 2. Per ulteriori approfondimenti si veda Grasso A. G., Gualandri E., *Verso un nuovo assetto regolamentare e di vigilanza nell'UE: post FSAP e comitatologia*, paper presentato al convegno "Asset management: prospettive di convergenza tra banche e assicurazioni. Profili regolamentari e gestionali", Udine, 24-25 giugno 2005

²⁴ Incontro ECOFIN del 3 dicembre 2002 e precedente documento di consultazione sulla proposta estensione di Lamfalussy pubblicato nell'ottobre 2002

²⁵ Economic and Financial Committee, *EFC Report on Financial Regulation, Supervision and Stability, revised to reflect the discussion at the 8 October Meeting of the Ecofin Council*, Brussels, 2002, p. 1

²⁶ Economic and Financial Committee, *EFC Report on Financial Regulation, Supervision and Stability, revised to reflect the discussion at the 8 October Meeting of the Ecofin Council*, Brussels, 2002, p. 4

²⁷ COM(2003) Direttiva 659 del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica le Direttive del Consiglio 73/239/CEE, 85/611/CEE, 91/675/CEE, 93/6/CEE e 94/19/CE e le Direttive 2000/12/CE, 2002/83/CE e 2002/87/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, per stabilire una nuova struttura organizzativa dei comitati per i servizi finanziari, 5 novembre 2003. La direttiva proposta ha ricevuto l'approvazione del Consiglio il 4 maggio 2004. Vedere il comunicato stampa del 2.580° incontro del Consiglio per gli Affari Economici e Sociali, Bruxelles, 11 maggio 2004

²⁸ CESR, The Committee of European Securities Regulators, *The Role of CESR in the Regulation and Supervision of UCITS and Asset Management Activities in the EU*, Consultation Paper, CESR/03-378b, Paris, 2003, p. 3

²⁹ Il servizio di gestione su base individuale è disciplinato dalla Direttiva sui servizi di investimento. Per evitare incongruenze, la Direttiva Gestore precisa che le società di gestione autorizzate a prestare il servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento sono sottoposte, nella prestazione di tale servizio, alle disposizioni della Direttiva sui servizi di investimento

³⁰ Asset Management Expert Group, *Financial Services Action Plan: Progress and Prospects*, Final Report, May, 2004, p. 7

³¹ art. 5 (3.b), Dir. 2001/107/CE

³² Le attività di gestione di portafogli individuali sono regolate dalla cosiddetta direttiva ISD2, Dir. 2004/39/CE sui mercati degli strumenti finanziari, che è una direttiva di tipo "Lamfalussiano"

³³ Art. 53 dir. 86/611/CE

³⁴ Art. 53 a Dir. 2001/108/CE

³⁵ CESR, *op. cit.*

³⁶ European Commission, *Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)*, COM(2005)177, 2005, p. 11, "...the Commission has identified two clear policy areas where initiatives might bring benefit to the European economy: asset management (...) and retail financial services. Work in these areas will be bottom up, consultative, and working with the grain of the market"

³⁷ Asset Management Expert Group, *op. cit.*, p. 7