COMMISSIONE
EUROPEA

Bruxelles, 25.11.2021
COM(2021) 738 final

# RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO

## sul funzionamento del quadro relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF)

**INDICE**


1. CONTESTO ..... 2
2. FUNZIONAMENTO DEL QUADRO ELTIF: VALUTAZIONE ..... 3
3. DISPOSIZIONI RELATIVE AI RIMBORSI E CICLO DI VITA DEGLI ELTIF ..... 5
4. SOGLIA MINIMA PER LE ATTIVITÀ D'INVESTIMENTO AMMISSIBILI ..... 6
5. COMMERCIALIZZAZIONE DEGLI ELTIF DA PARTE DI GESTORI DI FIA SOTTO SOGLIA ..... 6
6. ATTIVITÀ E INVESTIMENTI AMMISSIBILI ..... 7
7. NORME IN MATERIA DI DIVERSIFICAZIONE E COMPOSIZIONE DEL PORTAFOGLIO ..... 8
8. ASSUNZIONE IN PRESTITO DI LIQUIDITÀ ..... 9
9. CONCLUSIONI ..... 9

## 1. CONTESTO

Il regolamento (UE) 2015/760 relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine (il "regolamento ELTIF")[1] istituisce un quadro normativo europeo per i fondi di investimento alternativi (FIA) che investono in progetti a lungo termine. Lo scopo è mobilitare e convogliare capitali verso investimenti europei a lungo termine nell'economia reale e promuovere l'obiettivo dell'Unione di una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva.

Gli ELTIF investono in un'ampia gamma di progetti, quali infrastrutture sociali e di trasporto, attività reali e piccole e medie imprese (PMI). Gli ELTIF sono intesi a favorire gli investimenti a lungo termine e a fornire una fonte di finanziamento alternativa non bancaria all'economia reale. Nel giugno 2020 il forum ad alto livello sull'unione dei mercati dei capitali ha pubblicato una relazione[2] in cui raccomandava una revisione mirata degli ELTIF al fine di migliorare il loro scarso utilizzo da parte del mercato e di aumentare il flusso di finanziamenti a lungo termine[3].

Il piano di azione rivisto per l'unione dei mercati dei capitali[4] riconosce la necessità di sostenere i finanziamenti a favore di progetti di investimento a lungo termine e la partecipazione da parte degli investitori al dettaglio. La Commissione si è impegnata anche a riesaminare il regolamento ELTIF[5]. Tale riesame è strettamente collegato all'unione dei mercati dei capitali, al Green Deal europeo[6], all'Unione europea dell'energia[7], alla strategia per la finanza sostenibile e ad altre importanti iniziative dell'UE[8]. Il 2 dicembre 2020 il Consiglio dell'Unione europea ha invitato la Commissione a rivedere il regolamento ELTIF[9].

L'obbligo di riesaminare il funzionamento del quadro normativo ELTIF è enunciato all'articolo 37 del regolamento ELTIF, che prevede che il riesame analizzi le politiche in materia di rimborso, gli obblighi di diversificazione delle attività, in che misura gli ELTIF sono commercializzati nell'Unione e l'opportunità di aggiornare l'elenco delle attività e degli investimenti ammissibili[10].

---

[1] Regolamento (UE) 2015/760 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 29 aprile 2015, relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine (GU L 123 del 19.5.2015, pag. 98).

[2] Relazione finale del forum ad alto livello sull'unione dei mercati dei capitali - Una nuova visione per i mercati dei capitali d'Europa. 10 giugno 2020. Fonte: https://ec.europa.eu/info/files/200610-cmu-high-level-forum-final-report_it.

[3] Ibid., pagina 12.

[4] Comunicazione della Commissione europea "Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione", COM(2020) 590 final, del 24 settembre 2020. Fonte: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12498-UnUnione-dei-mercati-dei-capitali-per-le-persone-e-le-imprese-nuovo-piano-dazione_it.

[5] Ibid., pagina 8 (Azione 3).

[6] Un Green Deal europeo. Fonte: https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_it.

[7] Strategia dell'Unione dell'energia. Fonte: https://ec.europa.eu/energy/topics/energy-strategy/energy-union_it.

[8] Nella fattispecie, il riesame del quadro ELTIF contribuirebbe all'agenda dell'UE in materia di finanza sostenibile canalizzando i finanziamenti verso i rispettivi progetti a lungo termine, compresa la possibilità di promuovere gli obiettivi di sostenibilità del regolamento (UE) 2020/852 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili (regolamento sulla tassonomia dell'UE; GU L 198 del 22.6.2020, pag. 13).

[9] Più nello specifico, il Consiglio ha esortato la Commissione "ad affrontare in via prioritaria e ad accelerare i lavori (…)", tra l'altro, nel seguente ambito: "migliorare il quadro normativo per i veicoli di investimento a lungo termine attraverso una revisione del regolamento relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF), tenendo conto in particolare dell'esigenza di sostenere i finanziamenti non bancari delle PMI e degli investimenti a lungo termine nelle infrastrutture, necessari per la transizione verso un'economia sostenibile e digitale". Conclusioni del Consiglio dell'Unione europea sul piano di azione della Commissione per l'Unione dei mercati dei capitali. 12898/1/20. ECOFIN 1023. Punto 19, lettera e). Adottate il 2 dicembre 2020.
Fonte: https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-12898-2020-REV-1/it/pdf.

[10] L'articolo 37, paragrafo 2, del regolamento ELTIF stabilisce che "in seguito al riesame (…) e previa consultazione dell'ESMA, la Commissione presenta al Parlamento europeo e al Consiglio una relazione che valuta il contributo del presente regolamento e degli ELTIF al completamento dell'unione dei mercati dei capitali e al conseguimento degli obiettivi di cui all'articolo 1, paragrafo 2. La relazione è accompagnata, se del caso, da una proposta legislativa".

La presente relazione si basa sulla consulenza tecnica dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA)[11], su ricerche documentali e sui riscontri dei portatori di interessi raccolti mediante la consultazione pubblica. Individua una serie di ostacoli alla crescita del mercato e altre questioni pertinenti per il funzionamento del quadro ELTIF[12]. Obiettivo della relazione è informare il Parlamento europeo e il Consiglio dell'Unione europea in merito ai settori chiave del riesame e illustrare brevemente le principali risultanze[13].

Nel contesto del riesame del quadro ELTIF, la presente relazione riassume le principali risultanze della valutazione del funzionamento del quadro normativo.

## 2. FUNZIONAMENTO DEL QUADRO ELTIF: VALUTAZIONE

A ottobre 2021 era stato autorizzato il funzionamento di circa 57 ELTIF soltanto, con approssimativamente 2,4 miliardi di EUR di attività nette gestite. Gli ELTIF segnalati erano domiciliati in soli quattro Stati membri (Spagna, Francia, Italia e Lussemburgo). Secondo le informazioni raccolte dall'ESMA, le dimensioni totali del mercato degli ELTIF sono cresciute da poco più di 1,5 miliardi di EUR nel 2020 a circa 2,4 miliardi di EUR nel 2021. Nonostante questa crescita relativa, se confrontati con le dimensioni complessive del mercato dei FIA dell'UE, pari a circa 6,8 trilioni di EUR, gli ELTIF continuano a costituire un segmento molto piccolo di tale mercato[14].

Il basso numero di ELTIF, le loro attività nette di valore modesto, la concentrazione geografica e la composizione del portafoglio indicano che il settore degli ELTIF è sottosviluppato. Il quadro ELTIF non ha pertanto realizzato appieno il suo potenziale in termini di dimensioni (in particolare in termini di attività gestite e numero di fondi) e di ambito di applicazione (ad esempio la gamma di progetti e investimenti ammissibili)[15]. Gli ELTIF non sono risultati attraenti sul mercato mainstream, né hanno realizzato il loro potenziale di convogliare il finanziamento tramite capitale verso investimenti a lungo termine.

[11] Cfr. la risposta dell'ESMA alla Commissione europea del 3 febbraio 2021 sul funzionamento del quadro normativo ELTIF. ESMA34-46-99.
Fonte: https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-provides-input-commission-improvements-eltif.

[12] Nella fattispecie, cfr. l'analisi della politica in materia di rimborso e del ciclo di vita degli ELTIF alla sezione 3, della diversificazione delle attività alla sezione 4, di taluni aspetti della commercializzazione degli ELTIF alla sezione 5, delle attività e degli investimenti ammissibili alla sezione 6, della diversificazione e composizione del portafoglio alla sezione 7 e delle disposizioni in materia di assunzione in prestito di liquidità alla sezione 8.

[13] A tal fine, le sezioni da 2 a 7 contengono una sintesi della valutazione del quadro ELTIF, delle disposizioni in materia di rimborsi e del ciclo di vita degli ELTIF, della soglia minima per le attività d'investimento ammissibili, della commercializzazione degli ELTIF da parte di gestori di FIA sotto soglia, delle attività e degli investimenti ammissibili, delle norme in materia di diversificazione e composizione del portafoglio e delle disposizioni in materia di assunzione in prestito di liquidità.

[14] Relazione statistica 2021 dell'ESMA. Fondi di investimento alternativi dell'UE, pagina 6.
Fonte: https://www.esma.europa.eu/document/eu-alternative-investment-funds-2021-statistical-report (7 giugno 2021).

[15] Tutti i fondi erano domiciliati in soli quattro Stati membri (Spagna, Francia, Italia e Lussemburgo), mentre nessuno degli altri Stati membri disponeva di ELTIF a livello nazionale. Registro degli ELTIF autorizzati. ESMA34-46-101.
Fonte: https://www.esma.europa.eu/document/register-authorised-european-long-term-investment-funds-eltifs.

## 2.1. Restrizioni sul lato della domanda

Le cause principali dei problemi sul lato della domanda sono le norme che impongono restrizioni e rendono difficile per gli investitori investire negli ELTIF. Le norme attuali sembrano creare ostacoli inutili che impediscono agli investitori al dettaglio di entrare nel mercato. Per esempio, l'obbligo di cui al regolamento ELTIF, che prevede che il gestore di patrimoni valuti le conoscenze e l'esperienza dell'investitore al dettaglio, duplica in parte la valutazione dell'adeguatezza di cui alla direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID 2)[16].

Inoltre, come illustrato nella valutazione d'impatto, l'investimento iniziale minimo di 10 000 EUR e il limite di investimento aggregato pari al 10 % per gli investitori con un portafoglio finanziario inferiore ai 500 000 EUR costituiscono un ostacolo considerevole per gli investitori al dettaglio[17]. Quand'anche un investitore volesse investire 10 000 EUR in un unico ELTIF, investire in altri ELTIF e diversificare il portafoglio a lungo termine potrebbe rivelarsi difficile, visto il requisito della soglia *aggregata* del 10 %[18]. Inoltre i limiti di esposizione di 500 000 EUR e del 10 % si basano sull'autodichiarazione degli investitori al dettaglio e i gestori di patrimoni o i distributori non sono in grado di verificare in maniera indipendente le esposizioni effettive degli investitori al dettaglio.

## 2.2. Restrizioni sul lato dell'offerta

Le cause principali dei problemi del quadro ELTIF sul lato dell'offerta consistono in un regolamento del fondo restrittivo che limita la gamma degli investimenti disponibili, le strutture di fondi e le strategie di investimento e che rende l'istituzione di ELTIF meno attraente per i gestori di patrimoni.

L'attuale regolamento del fondo ELTIF contiene determinate disposizioni che sembrano impedire ai gestori di perseguire una gamma più ampia di strategie di investimento. Fare in modo di semplificare loro le cose potrebbe contribuire a convogliare maggiori finanziamenti in progetti di investimento a lungo termine. Tali disposizioni sembrano dunque ostacolare il funzionamento degli ELTIF e renderli meno attraenti per il gestore degli investimenti rispetto ad altre strutture di fondi concorrenti. Di conseguenza, quando scelgono l'etichetta ELTIF per un veicolo di investimento, tutti i gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA) devono rispettare un unico set di regole valido per tutti, indipendentemente dal gruppo di clienti destinatari, dalla strategia di investimento preferita e dal profilo di rischio delle attività in portafoglio sottostanti.

[16] GU L 173 del 12.6.2014, pag. 349, come modificata.

[17] La soglia del 10 % si applica a livello aggregato. Questo significa che l'importo totale (aggregato) assegnato dagli investitori al dettaglio a *qualsiasi* ELTIF non dovrebbe superare il 10 % del portafoglio dell'investitore in ELTIF.

[18] Si potrebbe ipotizzare uno scenario in cui un investitore al dettaglio con un portafoglio finanziario di 180 000 EUR abbia acquistato azioni o quote di un ELTIF per un valore di 10 000 EUR. Le attuali norme ELTIF impedirebbero a tale investitore di acquistare qualsiasi altro ELTIF. Questo perché l'investitore potrebbe, complessivamente, acquistare 18 000 EUR o il 10 % del proprio portafoglio totale di ELTIF. Acquistando il primo ELTIF, l'investitore si troverebbe tuttavia nell'impossibilità di destinare i rimanenti 8 000 EUR all'acquisto di un altro ELTIF a causa dell'obbligo del ticket di investimento minimo di 10 000 EUR.

A tale proposito la consulenza tecnica fornita dall'ESMA alla Commissione il 3 febbraio 2021 ha riconosciuto il conflitto soggiacente al quadro ELTIF nel cercare di rispondere alle esigenze degli investitori sia professionali che al dettaglio con un corpus unico di regole. L'ESMA ha poi raccomandato norme che operino una distinzione più esplicita tra gli ELTIF commercializzati soltanto presso gli investitori professionali e gli ELTIF commercializzati presso gli investitori al dettaglio.

La valutazione del quadro ELTIF ha stabilito che lo stesso regolamento del fondo sia per gli investitori professionali che per gli investitori al dettaglio non è in grado di soddisfare le esigenze specifiche di due categorie di investitori molto diverse con orizzonti temporali, tolleranza al rischio e necessità di investimento differenti e può essere considerato come un ostacolo che impedisce ai gestori di offrire prodotti su misura[19].

## 3. DISPOSIZIONI RELATIVE AI RIMBORSI E CICLO DI VITA DEGLI ELTIF

Le politiche in materia di rimborso dell'ELTIF sono enunciate all'articolo 18 del regolamento. Secondo il regolamento predefinito del fondo, gli investitori in un ELTIF non possono riscattare le proprie azioni o quote prima della fine del ciclo di vita dell'ELTIF. A tale scopo, la regola standard del quadro giuridico ELTIF in quest'ambito è che gli investitori in un ELTIF non sarebbero in grado di riscattare le proprie azioni o quote prima della fine del ciclo di vita dell'ELTIF.

I gestori di patrimoni possono inserire deroghe (in genere nel regolamento o nei documenti costitutivi) e prevedere la possibilità di rimborsi *prima* della fine del ciclo di vita dell'ELTIF. Tuttavia tali rimborsi sono piuttosto eccezionali e sono consentiti solo a patto che siano rispettate rigide condizioni[20].

Numerosi portatori di interessi hanno sollevato la questione dell'impossibilità per gli investitori di riscattare il proprio fondo prima della fine del suo ciclo di vita. Secondo i portatori di interessi questa è una potenziale debolezza del quadro ELTIF e a loro parere potrebbe rappresentare una restrizione per gli investitori. Hanno quindi chiesto maggiore flessibilità per consentire il rimborso anticipato durante il ciclo di vita di un ELTIF al fine di renderlo più attraente come veicolo d'investimento.

Tuttavia la struttura dei rimborsi per gli ELTIF ricorda quella dei fondi d'investimento a capitale fisso che, ad eccezione di casi limitati, consentono i rimborsi solo alla fine del ciclo di vita del fondo. Questa limitazione ai rimborsi è giustificata dalla natura illiquida delle attività in cui è investito un ELTIF e dall'impossibilità di conoscere il valore equo degli investimenti in modo continuativo. Di norma il valore equo può essere determinato solo al momento del disinvestimento.

[19] Inoltre la partecipazione degli investitori al dettaglio a un ELTIF può comportare oneri amministrativi e costi associati maggiori per la commercializzazione degli ELTIF presso gli investitori al dettaglio rispetto agli ELTIF commercializzati esclusivamente presso gli investitori professionali. Benché nella pratica tali oneri possano sembrare di natura amministrativa (l'obbligo di pubblicare un documento contenente le informazioni chiave, il diritto di recesso entro due settimane senza incorrere in penalità, l'istituzione di procedure supplementari e l'assunzione di ulteriore personale per la gestione dei reclami degli investitori al dettaglio ecc.), è stato ritenuto che le rispettive disposizioni rendessero meno attraente la commercializzazione degli ELTIF esclusivamente presso gli investitori professionali.

[20] Cfr. articolo 18, paragrafo 2, del regolamento ELTIF. A tale scopo l'ESMA è investita dell'obbligo di elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione che specifichino le circostanze in cui il ciclo di vita dell'ELTIF è ritenuto di lunghezza sufficiente a coprire il ciclo di vita di ciascuna delle singole attività dell'ELTIF.

Il regolamento ELTIF contiene anche una disposizione che disciplina la negoziazione sul mercato secondario[21]. L'obiettivo è garantire che il periodo di attesa del ciclo di vita e l'assenza di diritti di rimborso prima della fine del ciclo di vita del fondo non vietino a un ELTIF di chiedere l'ammissione delle sue quote o azioni a un mercato regolamentato o a un sistema multilaterale di negoziazione. La disposizione consente inoltre agli investitori di vendere le proprie quote o azioni prima della fine del ciclo di vita dell'ELTIF sul mercato secondario.

In tale contesto, le disposizioni del regolamento ELTIF contengono una base per concedere ai gestori di fondi un margine di discrezionalità più ampio nel decidere se istituire ELTIF con o senza diritti di rimborso, a seconda della strategia di investimento predefinita dell'ELTIF. Tali strategie di investimento potrebbero anche sfruttare al meglio le disposizioni dell'ELTIF che consentono la negoziazione secondaria di azioni o quote degli ELTIF, come il meccanismo della finestra di liquidità che associa le domande di sottoscrizione dei nuovi investitori e le domande di rimborso degli investitori in ELTIF esistenti.

## 4. SOGLIA MINIMA PER LE ATTIVITÀ D'INVESTIMENTO AMMISSIBILI

L'articolo 13, paragrafo 1, del regolamento ELTIF stabilisce che un ELTIF dovrebbe investire almeno il 70 % del suo capitale in attività di investimento ammissibili. Questa soglia è stata fissata per garantire sia una chiara focalizzazione sugli investimenti a lungo termine sia un'attenzione continua agli investitori al dettaglio, che potrebbero altrimenti avere scarsa dimestichezza con strategie di investimento meno convenzionali.

Alcuni portatori di interessi hanno ritenuto la soglia del 70 % eccessivamente elevata. A parere di molti portatori di interessi abbassare la soglia consentirebbe agli ELTIF di perseguire strategie di investimento più differenziate.

Una minoranza di portatori di interessi ha ritenuto adeguata la soglia attuale delle attività d'investimento ammissibili. A loro avviso, l'obiettivo del quadro ELTIF è promuovere gli investimenti a lungo termine e concentrarsi sulle attività illiquide.

In tale contesto, è opportuno considerare seriamente l'opportunità di abbassare e calibrare le soglie minime per gli investimenti ammissibili negli ELTIF al fine di promuovere il profilo di liquidità degli ELTIF e aumentare la flessibilità dei gestori degli ELTIF nell'attuazione delle loro strategie di investimento.

## 5. COMMERCIALIZZAZIONE DEGLI ELTIF DA PARTE DI GESTORI DI FIA SOTTO SOGLIA

Ai sensi dell'articolo 37, paragrafo 1, lettera c), del regolamento ELTIF, la Commissione è tenuta a valutare in che misura gli ELTIF sono commercializzati nell'Unione e se i gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA) sotto soglia rientranti nell'ambito di applicazione dell'articolo 3, paragrafo 2, della direttiva sui GEFIA potrebbero avere interesse a commercializzare gli ELTIF.

[21] Ai sensi dell'articolo 19, paragrafi 1 e 2, "il regolamento o i documenti costitutivi di un ELTIF non vietano che le azioni o le quote dell'ELTIF siano ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione". Inoltre "il regolamento o i documenti costitutivi di un ELTIF non impediscono agli investitori di trasferire liberamente a terzi diversi dal gestore dell'ELTIF le quote o le azioni detenute".

Secondo diversi portatori di interessi, è *improbabile* che il quadro normativo ELTIF sia adeguato per i GEFIA sotto soglia. A sostegno del loro parere, tali portatori di interessi hanno citato la complessità e i requisiti operativi, tra cui le preoccupazioni relative alla protezione degli investitori, nonché il fatto che sarebbe necessario che i GEFIA rispettassero integralmente i requisiti della direttiva sui GEFIA, il che potrebbe rivelarsi troppo oneroso per tali gestori.

A parere di alcuni portatori di interessi, le norme dell'UE riguardanti i GEFIA al di sotto delle soglie previste all'articolo 3, paragrafo 2, non sono armonizzate; questo significa che rafforzare la portabilità dei passaporti per i FIA o gli ELTIF gestiti dai GEFIA al di sotto di tali soglie porrebbe considerevoli problemi per la creazione di condizioni di parità e spianerebbe la strada all'arbitraggio normativo. Secondo i suddetti portatori di interessi, non dovrebbe assolutamente essere prioritario agevolare la commercializzazione degli ELTIF da parte dei GEFIA rientranti nell'ambito di applicazione dell'articolo 3, paragrafo 2, della direttiva sui GEFIA.

## 6. ATTIVITÀ E INVESTIMENTI AMMISSIBILI

Le norme ELTIF sulle attività e sugli investimenti ammissibili definiscono chiaramente le categorie di attività in cui gli ELTIF sono autorizzati a investire al fine di garantire che i fondi non partecipino a operazioni finanziarie che potrebbero profilare rischi superiori a quelli prevedibili per un fondo dedicato a investimenti a lungo termine.

Inoltre le disposizioni del regolamento ELTIF prevedono una chiara focalizzazione sugli investimenti a lungo termine e definiscono una serie di condizioni e limitazioni che impediscono agli ELTIF di partecipare a strategie di investimento che non risulterebbero meramente "a lungo termine", quali il divieto di investire in strumenti finanziari derivati se non a scopo di copertura, il divieto di investire in "imprese finanziarie", l'esclusione degli investimenti speculativi e in merci (commodity).

In tale contesto, i portatori di interessi hanno chiesto con forza di ampliare il novero delle attività d'investimento ammissibili in modo che sia non solo idoneo all'esecuzione ottimale delle strategie di investimento da parte dei gestori di ELTIF, ma anche coerente con i sottostanti obiettivi della crescita sostenibile a lungo termine.

I portatori di interessi hanno anche chiesto maggiore certezza del diritto e flessibilità circa la facilitazione delle strategie "fondi di fondi", i criteri per gli investimenti nelle imprese di paesi terzi, l'inclusione delle "imprese finanziarie", un novero più ampio di "attività reali" e la calibrazione di talune soglie numeriche di cui al regolamento ELTIF, quali una soglia di capitalizzazione di mercato di 500 milioni di EUR per le imprese quotate e la soglia di 10 milioni di EUR per le attività reali. A parere di un numero considerevole di portatori di interessi, un novero più vasto e una maggiore chiarezza giuridica per l'ammissibilità delle attività e degli investimenti renderebbero il quadro giuridico ELTIF più attraente per i gestori di patrimoni.

In tale contesto, sembra opportuno riesaminare il novero delle attività e degli investimenti ammissibili cosicché i gestori di ELTIF possano perseguire una più ampia gamma di strategie di investimento adattate alle circostanze del mercato, alle competenze in materia di investimenti e alla domanda degli investitori.

## 7. NORME IN MATERIA DI DIVERSIFICAZIONE E COMPOSIZIONE DEL PORTAFOGLIO

Il regolamento ELTIF contiene obblighi dettagliati in materia di diversificazione e composizione del portafoglio. Tali norme sono state predisposte per limitare i rischi assunti dagli ELTIF e per ridurre il rischio di controparte imponendo chiari obblighi di diversificazione.

Ai sensi dell'articolo 13, paragrafo 2, un ELTIF non può investire più: del 10 % del capitale in strumenti emessi da una singola impresa di portafoglio ammissibile o in prestiti a essa erogati; del 10 % del capitale direttamente o indirettamente in una singola attività reale; del 10 % del capitale in quote o azioni di un singolo ELTIF, fondo europeo per il venture capital (EuVECA) o fondo europeo per l'imprenditoria sociale (EuSEF); del 5 % del capitale nelle attività di cui alla direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM)[22], quando tali attività sono state emesse da un unico organismo.

Il valore aggregato delle quote o delle azioni di ELTIF, EuVECA ed EuSEF presenti nel portafoglio di un ELTIF non può superare il 20 % del valore del capitale dell'ELTIF. Il regolamento definisce anche norme dettagliate per limitare il margine di discrezionalità dei gestori di ELTIF nel discostarsi dalle condizioni di diversificazione e dalle ponderazioni delle attività.

Nel complesso i portatori di interessi hanno affermato di preferire meno requisiti normativi e maggiore flessibilità per la diversificazione e la composizione del portafoglio. In generale è stato criticato l'obbligo di non investire più del 10 % del capitale dell'ELTIF in altri singoli ELTIF, EuVECA ed EuSEF, impedendo agli ELTIF di perseguire strategie da "fondo di fondi". I portatori di interessi hanno fermamente sostenuto che investendo tramite un fondo di fondi gli investitori potrebbero contare su maggiori livelli di diversificazione, una minore volatilità e un livello aggiuntivo di controllo e diversificazione. Tali portatori di interessi hanno ritenuto che l'accesso degli ELTIF a strategie di investimento "fondo di fondi" rappresenti un vantaggio concreto del quadro ELTIF e hanno espresso il parere che la protezione degli investitori, ad esempio dalla possibilità di stratificazione delle commissioni, potrebbe essere affrontata in maniera efficace.

È stato manifestato un sostegno generale all'eliminazione dei limiti di concentrazione alle strutture "fondo di fondi" al fine di promuovere una più ampia scelta di stili di investimento per gli investitori, senza ridurre la diversificazione delle attività sottostanti. La limitazione del 10 % del capitale è stata ritenuta impegnativa, specialmente durante la fase di avvio.

Soprattutto, i partecipanti del settore hanno espressamente insistito sulla necessità di non assoggettare a obblighi di diversificazione specifici gli ELTIF venduti esclusivamente agli investitori professionali. La maggior parte dei rispondenti ha proposto di aumentare i limiti di diversificazione al 20 %. Inoltre anche il tasso di concentrazione del 25 % è stato ritenuto troppo restrittivo, poiché i gestori di patrimoni adottano talvolta strutture nel cui ambito essi potrebbero essere gli unici investitori o gli investitori di ancoraggio in un altro fondo. Secondo alcuni portatori di interessi le attuali norme in materia di diversificazione sono

[22] GU L 302 del 17.11.2009, pag. 32, come modificata.

adeguate per gli ELTIF commercializzati presso gli investitori al dettaglio. Eppure sembrano troppo stringenti rispetto ad altri FIA commercializzati presso gli investitori professionali.

In tale contesto si dovrebbe prendere in seria considerazione la possibilità di differenziare gli obblighi in materia di composizione e diversificazione del portafoglio, nonché i limiti di concentrazione, per gli ELTIF commercializzati esclusivamente presso gli investitori professionali e gli ELTIF commercializzati presso gli investitori al dettaglio.

## 8. ASSUNZIONE IN PRESTITO DI LIQUIDITÀ

La maggior parte dei portatori di interessi ha chiesto di aumentare i limiti della leva finanziaria o di eliminare la soglia del 30 % della leva e di allineare il quadro giuridico ELTIF a quello della direttiva sui GEFIA. A loro parere questa maggiore flessibilità aumenterà la capacità dell'ELTIF di sostenere il finanziamento delle attività (in particolare quelle delle PMI) e migliorerà i rendimenti del fondo. È stato affermato che la restrizione del 30 % al prestito non può competere con altri fondi al dettaglio (compresi gli OICVM regolamentati in funzione dei prodotti, che possono raggiungere un effetto leva fino al 100 % delle loro attività).

Alcuni portatori di interessi hanno chiesto di portare ad almeno il 100 % la leva complessiva consentita degli ELTIF, che potrà essere superata dagli ELTIF a disposizione solo degli investitori istituzionali, purché soddisfino le condizioni in materia di strategia di investimento, governance, base di investitori e vigilanza.

Secondo alcuni portatori di interessi, anche se i limiti d'indebitamento fossero aumentati, tale aumento dell'indebitamento non equivarrebbe automaticamente a rischi maggiori per gli investitori.

In generale sono state raccolte prove sostanziali attestanti che l'aumento dei limiti d'indebitamento appare giustificato e non creerebbe alcun rischio sistemico aggiuntivo, poiché l'ELTIF ha una strategia di investimento a lungo termine e opportunità di rimborso limitate.

## 9. CONCLUSIONI

Il quadro normativo ELTIF è stato rivisto alla luce della necessità di valutare lo scarso utilizzo degli ELTIF e di garantire che il funzionamento del quadro ELTIF risponda continuamente agli obiettivi del regolamento ELTIF. Il regolamento ELTIF ha una serie di obiettivi, tra cui convogliare i flussi di capitali verso investimenti nell'economia reale, fornire un prodotto FIA accessibile agli investitori al dettaglio con esigenze di investimento a lungo termine e istituire un passaporto a livello dell'UE per la commercializzazione degli ELTIF. In tale contesto la Commissione ha svolto una valutazione dettagliata per esaminare la misura in cui le attuali norme ELTIF hanno conseguito i loro obiettivi principali e in particolare se sono state efficienti, efficaci, coerenti e pertinenti e hanno fornito un valore aggiunto all'UE.

Per finanziare gli investimenti a lungo termine nell'economia europea, i governi e le imprese devono accedere a finanziamenti a lungo termine prevedibili. La disponibilità di tali finanziamenti dipende dalla capacità del sistema finanziario di convogliare i risparmi di governi, società e famiglie in maniera sicura ed efficiente verso gli investimenti giusti tramite mercati aperti e competitivi. Gli ELTIF possono svolgere un ruolo determinante in

quest'ambito fornendo un prodotto di investimento dedicato per mobilitare capitale per il finanziamento di progetti in settori quali le infrastrutture di trasporto, la produzione sostenibile o la distribuzione di energia, le infrastrutture sociali (alloggi per anziani o ospedali) oppure per il lancio di tecnologie e sistemi nuovi in grado di ridurre l'impiego di risorse e di energia, o ancora per promuovere la crescita del settore delle PMI d'Europa.

La valutazione del quadro normativo relativo agli ELTIF ha raccolto prove sufficienti che attestano che l'intervento politico e la revisione mirata del regolamento ELTIF sono giustificati per garantire che siano convogliati maggiori investimenti a favore di imprese che necessitano di capitale e di progetti di investimento a lungo termine. Il presente riesame mira ad aumentare l'utilizzo degli ELTIF a beneficio degli investitori e dell'economia dell'Unione. Ciò a sua volta sosterrà il costante sviluppo dell'unione dei mercati dei capitali, il cui obiettivo è anche fare in modo che le imprese dell'UE possano accedere con maggiore facilità a finanziamenti a lungo termine più stabili e diversificati.