



Ministero dell'Economia e delle Finanze
UFFICIO LEGISLATIVO ECONOMIA

2070

Roma, 28 FEB. 2022

Alla Presidenza del Consiglio dei ministri
Dipartimento per le politiche europee
Servizio informative parlamentari e Corte di giustizia UE

E, p.c.

Al Gabinetto del Ministro

All'Ufficio del coordinamento legislativo

Al Dipartimento del tesoro

LORO SEDI

OGGETTO: Relazione (art. 6 legge n. 234 / 2012) sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) 2015/760 per quanto riguarda il novero delle attività e degli investimenti ammissibili, gli obblighi in materia di composizione e diversificazione del portafoglio, l'assunzione in prestito di liquidità e altre norme sui fondi e per quanto riguarda gli obblighi relativi all'autorizzazione, alle politiche di investimento e alle condizioni di esercizio dei fondi di investimento europei a lungo termine. COM(2021) 722 final.

Con riferimento alla proposta di Decisione in oggetto, si trasmette la relazione ai sensi dell'art. 6 della legge n. 234 del 2012, unitamente alla tabella di corrispondenza, predisposta dal competente Dipartimento del tesoro.

IL CAPO DELL'UFFICIO

Relazione

ai sensi dell'art. 6, comma 4, della legge n. 234/2012

Oggetto dell'atto:

PROPOSTA DI REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO che modifica il regolamento (UE) 2015/760 per quanto riguarda il novero delle attività e degli investimenti ammissibili, gli obblighi in materia di composizione e diversificazione del portafoglio, l'assunzione in prestito di liquidità e altre norme sui fondi e per quanto riguarda gli obblighi relativi all'autorizzazione, alle politiche di investimento e alle condizioni di esercizio dei fondi di investimento europei a lungo termine.

Codice della proposta: COM (2021) 722 final

Codice interistituzionale: 2021/0377 (COD)

Amministrazione con competenza prevalente: Ministero dell'Economia e delle Finanze

Premessa: finalità e contesto

- **Quadro normativo:**

Il regolamento (UE) 2015/760 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 29 aprile 2015, relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine ("regolamento ELTIF – European Long Term Investment Funds") definisce, in maniera armonizzata, il quadro di riferimento per i fondi di investimento alternativi (FIA) che investono in attività a lungo termine, quali progetti infrastrutturali sociali e di trasporto, immobili e PMI, fissando condizioni e requisiti affinché il prodotto realizzato possa configurarsi come un ELTIF. Il regolamento ELTIF stabilisce norme uniformi in materia di rilascio dell'autorizzazione, di politiche di investimento e di condizioni di esercizio, nonché di commercializzazione. La massima armonizzazione realizzata dallo strumento del Regolamento e l'attribuzione di un passaporto europeo consentono la commercializzazione del prodotto su base transfrontaliera.

La cornice normativa italiana è rappresentata dal Testo Unico delle disposizioni sull'intermediazione finanziaria – D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, nonché dalle disposizioni di settore della Commissione Nazionale delle Società e della Borsa (CONSOB) e della Banca d'Italia.

- **Riferimenti:**

Progetto per la realizzazione del progetto di Unione dei Mercati dei Capitali (Capital Market Union). La proposta di modifica della legislazione sui fondi di investimento dell'UE è in linea con il Piano di azione della Commissione per l'Unione dei mercati dei capitali adottato il 24 settembre 2020 e con le azioni prioritarie individuate successivamente dalle Conclusioni del Consiglio ECOFIN

del 5 dicembre 2020 in materia.

- Finalità generali:

Il riesame mira ad aumentare la diffusione degli ELTIF in tutta l'UE a vantaggio dell'economia e degli investitori europei. Ciò sosterrrebbe il costante sviluppo dell'Unione dei mercati dei capitali, finalizzato ad agevolare l'accesso delle imprese dell'UE a finanziamenti a lungo termine più stabili, sostenibili e diversificati, così da diminuire la dipendenza dal tradizionale canale bancario.

La proposta scaturisce dalla constatazione che l'UE soffre di una mancanza cronica di finanziamenti a lungo termine per le PMI rispetto ad altre grandi economie e, dunque, dalla conseguente necessità di sostenere ulteriormente veicoli di investimento che canalizzino i finanziamenti a favore di progetti di investimento a lungo termine.

Dall'approvazione del Regolamento, nell'aprile 2015, è stato avviato un numero limitato ELTIF in un altrettanto limitato numero di Stati membri (principalmente in Spagna, Francia, Italia e Lussemburgo).

Il riesame del Regolamento intende migliorare l'attrattiva degli ELTIF come prodotto di riferimento per gli investimenti a lungo termine.

Al fine di conseguire questo obiettivo, la proposta apporta modifiche mirate alle norme sui fondi finalizzate ad:

- ampliare il novero delle attività e degli investimenti ammissibili;
- consentire una maggiore diversificazione,
- realizzare strategie di investimento maggiormente evolute (ad esempio, investimenti in altri strumenti che a loro volta investano prevalentemente nelle stesse attività in cui investono gli ELTIF, fondi di fondi, strutture master-feeder).

Inoltre, la proposta prevede la possibilità di realizzare ELTIF destinati ai soli clienti professionali¹, in modo tale da consentire l'offerta di prodotti che possano meglio adattarsi alle caratteristiche di tali soggetti e soddisfare le loro esigenze, differenti rispetto a quelle degli investitori al dettaglio.

Il riesame del quadro giuridico degli ELTIF introduce inoltre un meccanismo, facoltativo, volto ad aumentare il livello di liquidità del prodotto, consentendo in particolari situazioni il rimborso anticipato dell'investimento.

- Elementi qualificanti ed innovativi.

Di seguito si espongono le principali linee direttrici della proposta di riforma.

Nello specifico, la Commissione, rilevato come vi siano ostacoli all'accesso al mercato degli ELTIF sotto il profilo della domanda, propone di rimuovere il requisito all'investimento iniziale

¹ Si definisce cliente professionale chi possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume. I clienti professionali possono essere tali di diritto come, ad esempio, banche, compagnie di assicurazioni, governi nazionali ed imprese di grandi dimensioni, oppure su esplicita richiesta, purché siano rispettati i criteri e le procedure menzionati dall'allegato 3 del regolamento n. 16190/2007 in materia di intermediari.

minimo di 10.000 € e il limite di investimento aggregato pari al 10 % con un portafoglio finanziario inferiore ai 500.000 €, attualmente previsti per gli investitori al dettaglio dal regolamento (UE) 2015/760.

Sul lato dell'offerta, la proposta prevede una semplificazione della nozione di "attività reali" che faccia riferimento alle attività che hanno un valore intrinseco dovuto alla loro natura e alle loro caratteristiche sì da ampliare il novero delle strategie di investimento che i gestori di ELTIF possono perseguire. Tali attività reali possono riguardare investimenti in infrastrutture sociali, di comunicazione, ambientali, energetiche o di trasporto, nonché in strutture nel settore dell'istruzione, sanitarie e di previdenza sociale o degli impianti industriali.

Al medesimo scopo, la proposta modifica il regolamento per agevolare la possibilità che gli ELTIF perseguano strategie di investimento in fondi di fondi e investano in FIA UE - oltre agli ELTIF, EuVECA ed EuSEF² - gestiti dai GEFIA UE, a condizione che tali ELTIF, EuVECA, EuSEF, OICVM e FIA UE investano in investimenti ammissibili.

Si prevede, inoltre, un abbassamento della soglia di investimento minimo in attività reali e non è più richiesto che tali attività siano possedute direttamente o tramite partecipazioni "indirette attraverso imprese di portafoglio ammissibili". La riduzione del valore minimo delle singole attività reali mira a garantire che i gestori di attività abbiano accesso a grandi portafogli indipendentemente dal valore delle singole attività reali che costituiscono tali grandi portafogli e che un portafoglio sia più diversificato e presenti di conseguenza meno rischi.

Per promuovere l'attrattiva degli ELTIF per i gestori di attività si prevede, inoltre, l'abbassamento della soglia per le attività di investimento ammissibili degli ELTIF al 60 % (a fronte dell'attuale 70%). Ciò, tra l'altro, migliorerebbe il profilo di liquidità dei portafogli sottostanti degli ELTIF e promuoverebbe la flessibilità dei gestori di attività nell'esecuzione delle loro strategie di investimento.

La proposta mira a consentire agli ELTIF che possono essere commercializzati presso investitori al dettaglio, di aumentare la loro assunzione in prestito di liquidità fino al 50 % della soglia dell'ELTIF. Per contro, gli ELTIF commercializzati esclusivamente presso investitori professionali sarebbero autorizzati a mobilitare fino al 100 % del valore del capitale dell'ELTIF. La proposta mira inoltre a garantire una maggiore flessibilità nelle norme relative alla valuta.

² I FIA (fondi di investimento alternativi) sono organismi di investimento che raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento definita a beneficio di tali investitori. Essi comprendono i fondi EuVECA, EuSEF ed ELTIF. I Gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA) sono persone giuridiche che esercitano abitualmente l'attività di gestione di uno o più FIA (Direttiva 2011/61/UE cd. Direttiva AIFMD). Gli EuVECA (Fondi europei per il venture capital) sono stati introdotti dal regolamento (UE) n. 345/2013 (come modificato dal reg. 2017/1991) per consentire ai gestori delle imprese di commercializzare i loro fondi nell'UE utilizzando un insieme unico di regole. Per utilizzare la denominazione EuVECA i gestori dei venture capital devono creare un fondo che:

- investe il 70 % del capitale che riceve dagli investitori nel sostenere le imprese ammissibili, come ad esempio le PMI giovani e innovative;
- investe nel capitale di tali imprese, attraverso partecipazioni di natura azionaria;
- non fa uso di leva finanziaria.

I Fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF) sono disciplinati dal regolamento (UE) n. 346/2013 (modificato dal reg. 2017/1991) che identifica e disciplina i fondi incentrati sulle imprese sociali europee.

Gli Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) sono fondo di investimento che investono in valori mobiliari quali azioni, obbligazioni, strumenti di tesoreria a breve termine e liquidità e sono disciplinati dalla Direttiva 2009/65/CE (modificata dalla direttiva 2021/2261).

Le norme relative ai rimborsi sono modificate per consentire all'ESMA di elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione che specifichino ulteriormente le circostanze per il rimborso e le informazioni che gli ELTIF devono comunicare agli investitori.

Si prevede la possibilità di un meccanismo facoltativo di finestra di liquidità, senza tuttavia renderlo obbligatorio. Questo meccanismo di liquidità del mercato secondario mira ad assicurare, prima della fine del ciclo di vita dell'ELTIF, un abbinamento totale o parziale tra le richieste di trasferimento di quote o azioni dell'ELTIF da parte degli investitori nell'ELTIF in uscita e le richieste di sottoscrizione da parte di nuovi investitori. L'ELTIF che intenda prevedere siffatto meccanismo dovrebbe fornire specifiche informazioni riguardo, tra l'altro, la finestra temporale applicabile, il prezzo di esecuzione, le condizioni di ripartizione proporzionale, gli obblighi di informativa e le commissioni, i costi e gli oneri applicabili. È essenziale che tale meccanismo facoltativo di liquidità garantisca un trattamento equo degli investitori e offra al gestore dell'ELTIF margine sufficiente per monitorare il rischio di liquidità degli ELTIF.

La proposta della Commissione intende eliminare la parziale duplicazione della valutazione dell'adeguatezza di cui al regolamento ELTIF e alla direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID II). Si prevede, dunque, l'obbligo per i gestori e i distributori di ELTIF, quando offrono o collocano ELTIF direttamente, di effettuare la valutazione dell'adeguatezza in linea con le disposizioni della MiFID II. Ciò a compensazione della rimozione del requisito dell'investimento minimo iniziale di 10.000 € e della soglia aggregata del 10 % per i portafogli finanziari degli investitori al dettaglio.

A. Rispetto dei principi dell'ordinamento europeo

1. Rispetto del principio di attribuzione, con particolare riguardo alla correttezza della base giuridica

L'articolo 114, paragrafo 1, TFUE costituisce la base giuridica per un regolamento volto a istituire disposizioni uniformi per il funzionamento del mercato interno. Le norme prudenziali sul prodotto stabiliscono i limiti dei rischi connessi ai fondi di investimento che investono in attività a lungo termine. In quanto tali, esse non disciplinano l'accesso alle attività di gestione delle attività, bensì regolano il modo in cui queste attività sono svolte al fine di garantire la protezione degli investitori e la stabilità finanziaria. Esse contribuiscono al corretto funzionamento del mercato interno.

In linea con l'obiettivo di integrità del mercato interno, la misura legislativa proposta creerà un quadro normativo per gli ELTIF al fine di garantire che tali fondi siano soggetti a norme coerenti in tutta l'UE e che siano identificabili come tali dagli operatori del mercato dei fondi di investimento, a beneficio di tutti gli investitori nonché del buon funzionamento del mercato unico dei servizi finanziari.

La base giuridica per il riesame del regolamento (UE) 2015/760 è indicata all'articolo 37 del medesimo regolamento.

2. Rispetto del principio di sussidiarietà

Gli ELTIF costituiscono un tramite per sostenere e completare l'unione dei mercati dei capitali

attraverso la fornitura di una fonte di finanziamento a lungo termine per l'economia reale che sia accessibile agli investitori al dettaglio. Gli obiettivi del regolamento ELTIF, la fissazione di requisiti uniformi in merito agli investimenti e alle condizioni di funzionamento degli ELTIF tenendo pienamente conto della sicurezza e dell'affidabilità degli ELTIF per i relativi gestori, investitori e i diversi soggetti interessati, non possono essere conseguiti in misura sufficiente dagli Stati membri da soli senza l'intervento dell'Unione ai sensi dell'articolo 5, paragrafo 3, TFUE sul principio di sussidiarietà.

3. Rispetto del principio di proporzionalità

La proposta rispetta il principio di proporzionalità in quanto le norme proposte si limitano a quanto necessario per il conseguimento degli obiettivi dichiarati e riguardanti il problema della scarsa diffusione degli ELTIF e di conseguenza dello scarso afflusso di investimenti all'economia reale. La proposta è compatibile con il principio di proporzionalità anche in quanto tiene conto del corretto equilibrio tra il pubblico interesse e l'efficienza in termini di costi della misura.

B. Valutazione complessiva del progetto e delle sue prospettive negoziali

1. Valutazione del progetto e urgenza

La presente iniziativa si inserisce nel contesto di una serie di misure che attuano l'Unione dei mercati dei capitali e la valutazione delle finalità generali del progetto è complessivamente positiva. In particolare, l'iniziativa tende a migliorare la diffusione ed il funzionamento degli ELTIF, mirando ad agevolare l'accesso delle imprese dell'UE a finanziamenti a lungo termine più stabili, sostenibili e diversificati.

La proposta rientra negli obiettivi di Unione dei Mercati dei Capitali anche con finalità di rafforzamento dell'euro.

2. Conformità del progetto all'interesse nazionale

Le disposizioni contenute nel progetto complessivo possono ritenersi conformi all'interesse nazionale, in quanto condurranno ad una migliore applicazione delle regole riguardanti gli ELTIF a vantaggio dell'economia e degli investitori europei. Ciò refluisce positivamente in vista di un costante sviluppo dell'Unione dei mercati dei capitali, finalizzato ad agevolare l'accesso delle PMI a finanziamenti a lungo termine più stabili, sostenibili e diversificati, e qualificante per la complessiva competitività dei mercati finanziari.

3. Prospettive negoziali ed eventuali modifiche ritenute necessarie od opportune

La proposta è stata presentata in Consiglio in 29/11/2021. Il negoziato è attualmente in discussione in Consiglio sotto Presidenza francese. L'obiettivo della Presidenza è il raggiungimento del consenso generale in Consiglio (cd. *General Approach*) entro la scadenza di mandato (giugno 2022).

Vi è un preliminare e generico orientamento favorevole all'iniziativa e agli obiettivi della proposta. Tale orientamento è condiviso anche dalla delegazione italiana che, tuttavia, ha espresso riserve rispetto alla proposta di eliminare entrambi i requisiti di accesso attualmente previsti per la clientela *retail* (ossia ticket di ingresso e limiti di concentrazione) e all'innalzamento della leva finanziaria per i Fondi destinati a quest'ultima. Tali opzioni necessitano di essere valutate

in termini di maggiore rischiosità, contestualmente alle caratteristiche che il prodotto andrà assumendo, nel suo complesso, durante il processo negoziale anche ad esito di eventuali ulteriori modifiche attualmente non previste nel testo della proposta della Commissione.

In merito ad eventuali modifiche alla proposta presentata, sono in corso valutazioni degli emendamenti a ELFIT e approfondimenti sugli effetti e sul possibile impatto, complessivo e specifico, delle modifiche, anche con l'apporto delle autorità di settore.

C. Valutazione d'impatto

1. Impatto finanziario

Il provvedimento in esame reca norme di natura meramente ordinamentale o che comunque non comportano nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica.

La copertura finanziaria non è a carico del bilancio nazionale.

2. Effetti sull'ordinamento nazionale

Sono attesi effetti in termini di semplificazione e di armonizzazione per tutti i soggetti coinvolti nonché in termini di certezza del diritto.

Possibili marginali adeguamenti della normativa nazionale potrebbero rendersi necessari per l'attuazione del combinato disposto del regolamento di cui trattasi.

3. Effetti sulle competenze regionali e delle autonomie locali

Le modifiche alla normativa *de qua* non incidono sulle competenze regionali e delle autonomie locali ai sensi di quanto previsto dalla Costituzione; pertanto, la relazione non dovrebbe essere inviata alle Regioni, per il tramite delle loro Conferenze (art. 24, comma 2 della legge n. 234/2012).

4. Effetti sull'organizzazione della pubblica amministrazione

Nessun costo di adeguamento è prevedibile e quantificabile attualmente sulla base di questa proposta;

Le modifiche apportate dalla proposta di revisione potrebbero richiedere limitate modifiche al quadro normativo nazionale, nonché a livello di normativa secondaria e di regolamentazione settoriale rientranti nelle competenze delle autorità di settore (Consob e Banca di Italia).

5. Effetti sulle attività dei cittadini e delle imprese

La proposta è finalizzata a rendere gli ELTIF più appetibili sia per i manager di fondi di investimento che per gli investitori.

I primi saranno messi in condizione di adattare le strategie di investimento degli ELTIF alle esigenze degli investitori, ottenendo al contempo una ottimizzazione dei costi. Gli investitori privati avranno accesso ad un mercato degli investimenti storicamente riservato agli investitori istituzionali, garantiti da forme rafforzate di tutela.

L'incremento del numero di investitori consentirà ai fondi di aumentare i propri volumi di investimento, realizzando al contempo economie di scala con una riduzione dei costi dovuta alla semplificazione delle procedure. Le modifiche al regolamento consentiranno un miglior

posizionamento degli ELTIF in vista di una migliore realizzazione dell'originario obiettivo di introdurre una nuova fonte di finanziamento – diretto e senza intermediazione - a lungo termine all'economia reale.

Altro

- Altre amministrazioni interessate:

Le altre amministrazioni direttamente interessate sono le autorità di settore nell'ambito dei servizi finanziari, in particolare la Consob e la Banca di Italia.

- La proposta potrà essere oggetto di modifiche nel corso del negoziato sulla base delle posizioni che saranno avanzate dagli Stati membri in Consiglio e dal Parlamento europeo. Di conseguenza anche la posizione italiana potrà/dovrà modificarsi per tener conto dell'evoluzione del negoziato, nonché delle posizioni che saranno espresse nelle consultazioni continue con le amministrazioni e le parti interessate, incluse quelle del settore privato.

LOGO
Amministrazione
con competenza
prevalente

Tabella di corrispondenza ai sensi dell'art. 6, comma 5, della legge n. 234/2012

(D.P.C.M. 17marzo 2015)

Oggetto dell'atto:

PROPOSTA DI REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO che modifica il regolamento (UE) 2015/760 per quanto riguarda il novero delle attività e degli investimenti ammissibili, gli obblighi in materia di composizione e diversificazione del portafoglio, l'assunzione in prestito di liquidità e altre norme sui fondi e per quanto riguarda gli obblighi relativi all'autorizzazione, alle politiche di investimento e alle condizioni di esercizio dei fondi di investimento europei a lungo termine.

Codice della proposta: COM (2021) 722 final

Codice interistituzionale: 2021/0377 (COD)

Amministrazione con competenza prevalente: Ministero dell'Economia e delle Finanze

Disposizione del progetto di atto legislativo dell'Unione europea (articolo e paragrafo)	Norma nazionale vigente (norma primaria e secondaria)	Commento (natura primaria o secondaria della norma, competenza ai sensi dell'art. 117 della Costituzione, eventuali oneri finanziari, impatto sull'ordinamento nazionale, oneri amministrativi aggiuntivi, amministrazioni coinvolte, eventuale necessità di intervento normativo di natura primaria o secondaria)
--	---	--

		<p>Considerato che il regolamento UE è obbligatorio in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile in ciascuno degli Stati membri, non si rende necessario compilare la tabella di concordanza. La proposta, nello specifico, non investe quegli articoli del Regolamento (UE) 2015/760 che necessitarono di norme di opportuno coordinamento all'epoca previste nel decreto legislativo 15 dicembre 2017, n. 233.</p>