

Commissione Europea
BRUXELLES

Milano, 14 ottobre 2020

Oggetto: Inception impact assessment fondi di investimento a lungo termine - revisione del Regolamento UE.

Egregi Signori,

AIPB accoglie con favore la proposta della Commissione di una possibile riforma del Regolamento (UE) 2015/760 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 29 aprile 2015 sui fondi di investimento europei a lungo termine, Eltif (di seguito “**Regolamento**”).

Tale proposta e gli argomenti sollevati dalla Commissione incontrano le esigenze del mercato sotto molteplici aspetti.

Da un punto di vista normativo e regolamentare, gli ELTIF e le norme relative alla loro commercializzazione ai clienti al dettaglio sono considerati da AIPB il giusto *benchmark* che dovrebbe modellare l’intero mercato della prestazione dei servizi di investimento e della commercializzazione dei FIA.

I requisiti stabiliti dal Regolamento, secondo i quali gli ELTIF possono essere commercializzati a clienti *retail* solo attraverso la prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti e gestione di portafogli, dimostrano chiaramente come lo specifico servizio di investimento prestato al cliente *retail* sia rilevante al fine di consentirgli di accedere a prodotti di investimento illiquidi, complessi e rischiosi. In questo modo assume la giusta rilevanza la funzione abilitante dei servizi, come quello di consulenza e di gestione, a cui è coesistente la garanzia del filtro di adeguatezza degli investimenti nei confronti del cliente finale

Allo stesso tempo, la bassa soglia minima di investimento pari a 10.000,00 euro, unita al limite di concentrazione del 10% del portafoglio del cliente in strumenti finanziari, garantisce a molti clienti al dettaglio di poter accedere al mercato degli ELTIF, mentre la soglia dei 500.000,00 euro consente

un investimento in ELTIF libero e senza limiti di sorta a quei clienti al dettaglio dotati di un portafoglio sufficientemente grande da permettere una diversificazione degli investimenti.

È opinione di AIPB che tale approccio debba essere adottato dal legislatore europeo come regola generale per l'offerta di strumenti finanziari, al fine di consentire l'accesso a prodotti illiquidi, complessi e rischiosi ad una specifica categoria di clienti nel momento in cui essi ricevano la prestazione di servizi specializzati, quali consulenza o gestione di portafogli, che garantiscono la sostenibilità del prodotto per il cliente, e quando essi dispongano di un portafoglio di un rilevante ammontare minimo.

L'opportunità di riconoscere questa nuova categoria di clienti è emersa nella recente consultazione indetta dalla Commissione Europea sulla revisione dell'assetto normativo MiFID II/MiFIR.

In tale occasione è stato richiesto agli operatori del mercato di esprimersi sulla possibile introduzione di una nuova categoria di clienti semi-professionali che, dal punto di vista di AIPB, ben potrebbe essere rappresentata dai clienti di private banking, definiti come semi-professionali in ragione (i) dei servizi di investimento ricevuti (consulenza in materia di investimenti e gestione di portafoglio) e (ii) del minimo ammontare di portafoglio, che giustificerebbe il livello dei servizi ricevuti.

L'introduzione di una tale tipologia di cliente semi-professionale consentirebbe, come nel caso degli ELTIF, una maggiore partecipazione degli investitori alla crescita dell'economia reale degli Stati Europei, in particolare con riferimento alle piccole e medie imprese e alle infrastrutture.

Vi sono tuttavia alcune questioni concernenti la commercializzazione degli ELTIF che dovrebbero essere affrontate nel procedimento di riforma del Regolamento.

Prima di tutto si rileva che da una interpretazione letterale dell'art. 30 del Regolamento emerge che l'offerta di ELTIF a clienti al dettaglio può attualmente essere effettuata da parte di intermediari distributori solo attraverso la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti (art. 30, par. 1 del Regolamento), mentre i gestori di ELTIF possono offrire quote o azioni di ELTIF a clientela al dettaglio sia attraverso la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, sia attraverso la prestazione del servizio di gestione di portafogli (art. 30, par. 2 del Regolamento).

La previsione per cui la prestazione del servizio di gestione di portafogli è uno dei fattori determinanti per la commercializzazione di quote o azioni di ELTIF a clienti al dettaglio dovrebbe essere valida indipendentemente da quale intermediario, gestore o distributore, commercializza l'ELTIF. In altre parole, non c'è alcuna valida ragione per stabilire una diversità e una disparità di trattamento tra la commercializzazione di ELTIF fatta dai gestori e quella fatta dagli intermediari distributori.

Suggeriamo, dunque, di modificare il paragrafo 1 dell'art. 30 del Regolamento, consentendo anche ai soggetti distributori di offrire quote o azioni di ELTIF a clienti al dettaglio nell'ambito della prestazione del servizio di gestione di portafogli.

Una modifica che potrebbe favorire un maggiore investimento in ELTIF da parte di clienti al dettaglio con portafogli di valore superiore a 500.000,00 euro, quindi senza applicazione dei limiti di servizio, acquisto minimo e soglia di concentrazione, riguarda il metodo di calcolo dell'ammontare del portafoglio del cliente.

Secondo quanto previsto dall'art. 30, par. 3 del Regolamento, l'ammontare del portafoglio del cliente retail è attualmente valutato avendo riguardo esclusivamente agli strumenti finanziari.

AIPB ritiene che i gestori e i distributori dovrebbero poter tener conto non solo degli strumenti finanziari del cliente, ma anche dei prodotti di investimento assicurativi ("IBIPs") eventualmente sottoscritti dal cliente stesso, in ragione della succedaneità di questi ultimi rispetto agli strumenti finanziari.

Un'altra questione relativa all'attuale assetto normativo disciplinante gli ELTIF riguarda l'esistenza, nel caso di commercializzazione di ELTIF a clientela *retail* mediante la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, di limiti quantitativi (soglia minima e limite di concentrazione), limiti che, invece, non trovano applicazione nel caso in cui l'offerta di quote o azioni di ELTIF avvenga mediante la prestazione del servizio di gestione di portafogli.

Come si è detto in entrambi i servizi citati è previsto il necessario rispetto del filtro di adeguatezza. L'esistenza del filtro di adeguatezza, basato su una precisa identificazione del profilo dell'investitore, già garantisce nell'ambito della prestazione di entrambi i menzionati servizi di investimento una reale tutela del cliente e il pieno, implicito, rispetto dei limiti di ammontare minimo dell'acquisto e di concentrazione ad oggi vigenti.

Per quanto riguarda il servizio di gestione di portafogli, peraltro, la valutazione di adeguatezza che riguarda il portafoglio nel suo complesso è assistita da un principio generale di diversificazione degli investimenti del portafoglio stesso il cui rispetto è garantito dal gestore in ragione del suo mandato. Ne consegue che l'imposizione di limiti per la commercializzazione degli ELTIF a clientela al dettaglio potrebbe essere attenuata tenendo conto dei particolari servizi associati all'offerta di ELTIF e del filtro di adeguatezza attraverso i quali tale offerta deve avvenire, la quale comporta, implicitamente un rispetto dei suddetti criteri, tenuto conto che il giudizio di adeguatezza non è derogabile.

Un'ulteriore modifica al Regolamento che potrebbe essere presa in considerazione riguarda l'individuazione dello specifico livello di conoscenza ed esperienza richiesto alla clientela professionale per investire in quote o azioni di ELTIF.

L'art. 28 del Regolamento stabilisce, infatti, che tra le informazioni che devono essere acquisite dai clienti al dettaglio per la commercializzazione di ELTIF rientrano "*le conoscenze e l'esperienza dell'investitore al dettaglio nel settore di investimento pertinente all'ELTIF*".

Questo specifico requisito può rendere difficoltosa la commercializzazione di quote o azioni di ELTIF a quei clienti che, sebbene abbiano un considerevole portafoglio e siano assistiti da servizi professionali e personalizzati di consulenza o di gestione di portafogli, non posseggono tuttavia delle conoscenze e un'esperienza sufficiente in materia di ELTIF e negli specifici settori nei quali un ELTIF investe.

In tali casi la bassa sussistenza di una specifica conoscenza ed esperienza del cliente al dettaglio dovrebbe essere compensata dal livello del servizio di investimento a lui prestato. Il cliente, quindi, dovrebbe potersi giovare dell'elevata conoscenza ed esperienza dell'intermediario consulente o gestore relativa agli ELTIF e ai settori in cui essi investono.

Ciò vale ancor di più per quei clienti che appartengono alla categoria prima menzionata degli investitori semi-professionali (o di *private banking*), ai quali, in ragione del servizio di consulenza o gestione di portafogli loro prestato e visto l'elevato ammontare del loro portafogli, non dovrebbe essere richiesto di essere particolarmente esperti o di avere elevate conoscenze in materia di ELTIF o negli specifici settori di investimento degli ELTIF. I *gaps* di conoscenza ed esperienza di tali investitori sono pienamente compensati dal livello di servizio loro prestato.

Pertanto, l'obbligo di commercializzare gli ELTIF a clientela *retail* solo mediante la prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti e gestione di portafogli dovrebbe, da solo, garantire l'accesso dei clienti all'acquisto e/o alla sottoscrizione di quote o azioni di ELTIF, senza che sia necessaria la dimostrazione del possesso di una conoscenza e di un'esperienza specifiche in materia. Infine, sempre in tema di commercializzazione degli ELTIF, è importante evidenziare come, nonostante gli ELTIF siano disciplinati da un regolamento direttamente applicabile che non necessita di recepimento da parte degli Stati membri, nelle varie giurisdizioni europee sono stati introdotti requisiti più o meno stringenti per la commercializzazione degli ELTIF.

In particolare, si riscontrano: delle disparità nell'applicazione della disciplina del prospetto, un'applicazione disomogenea del KIID o del KID, la richiesta da parte delle Autorità di vigilanza nazionali di un *set* documentale più o meno corposo a fini autorizzativi.

Queste disparità di trattamento intaccano una normativa che dovrebbe essere uguale o quanto più possibile omogenea all'interno dell'Unione, soprattutto alla luce della possibilità di commercializzare gli ELTIF di uno Stato membro in tutta l'Unione in forza del principio del passaporto unico.

Ciò precisato, per quanto concerne nello specifico l'obbligo di redigere e consegnare al cliente *retail* che investa in ELTIF il prospetto informativo, AIPB ritiene che tale requisito non sia coerente rispetto ai servizi attraverso i quali gli ELTIF devono essere commercializzati.

Gli ELTIF, infatti, possono essere offerti a clienti *retail* con un portafoglio inferiore ai 500.000,00 euro solo mediante la prestazione del servizio di consulenza o di gestione di portafogli, pertanto,

l'obbligatoria prestazione di uno di tali servizi di livello elevato dovrebbe eliminare la necessità di produrre un prospetto informativo.

Il prospetto potrebbe quindi essere non richiesto dal Regolamento o, quanto meno, potrebbe essere prevista l'applicazione di un prospetto semplificato contenente informazioni minori e più concise, uguali in tutta l'Unione.

Vi sono poi delle altre modifiche al Regolamento che AIPB suggerisce di adottare nell'ottica di un ampliamento delle nozioni di attività di investimento ammissibili (art. 10 del Regolamento) e di imprese di portafoglio ammissibile (art. 11 del Regolamento), al fine di consentire una maggiore diffusione degli ELTIF e, di conseguenza, un maggiore flusso di risorse verso l'economia reale.

Innanzitutto, la nozione di attività reali (*real assets*) di cui all'art. 2, par. 1, n. 6) del Regolamento, vista la genericità della stessa, specie con riferimento alla funzione economica o sociale degli *assets*, dovrebbe essere chiarita specificando in particolare quali *assets* sono esclusi dal perimetro in cui un ELTIF può investire.

Quanto alle attività di investimento ammissibili di cui all'art. 10 del Regolamento, AIPB ritiene che dovrebbero essere ammesse anche le quote di FIA (di *private equity* e *private debt*) così da consentire la creazione, anche nel mercato degli ELTIF, di "fondi di fondi" e/o di fondi "*master feeder*" in *wrapper* ELTIF ampliando così fin da subito l'offerta potenziale, facendo leva sulle competenze dei gestori specializzati in *real assets* e aumentando il grado effettivo di diversificazione degli ELTIF.

Sempre nell'ottica di ampliare le attività di investimento ammissibili si ritiene opportuno modificare l'art. 10 del Regolamento, introducendo tra le attività di investimento ammissibili anche i prodotti derivanti da cartolarizzazioni aventi ad oggetto le stesse attività di investimento ammissibili.

Tali prodotti in quanto aventi come sottostanti delle attività di investimento ammissibili dedicate al finanziamento di progetti a lungo termine ed alla crescita delle PMI, dovrebbero essere considerati alla stregua delle altre attività ammissibili.

Parimenti, si propone che siano inseriti tra le attività di investimento ammissibili i prodotti di investimento assicurativi ("IBIPs") in considerazione della loro succedaneità rispetto agli strumenti finanziari.

Si chiede quindi di modificare l'art. 10 del Regolamento inserendo le seguenti lettere:

f) prodotti di investimento assicurativi;

g) Cartolarizzazioni di attività di investimento ammissibili".

AIPB ritiene infine opportuno modificare la norma che disciplina il conflitto di interessi del gestore (art. 12 del Regolamento). In base a tale disposizione è vietato ad un gestore, ad esempio, inserire in un ELTIF i titoli di un emittente già inseriti, dal medesimo gestore, in altri fondi, con la conseguenza che il gestore non può trarre vantaggio dalla conoscenza già acquisita in relazione ad un emittente

presso il quale ha già investito. Al contrario, pratiche di co-investimento così come dei casi di allineamento dell'interesse del gestore con quello degli investitori potrebbero andare a favore di questi ultimi e, in generale, consentire la promozione di una cultura del gestore che investe in *real assets*.

In conclusione, AIPB ritiene che l'adozione delle modifiche suggerite all'attuale disciplina degli ELTIF possa aumentare e migliorare l'accesso dei clienti al dettaglio all'investimento in detti prodotti. Tali vantaggi potrebbero essere conseguiti ancor più facilmente mediante un'armonizzazione delle agevolazioni fiscali a livello europeo e la previsione nel Regolamento del principio per cui gli ELTIF sono trasparenti rispetto agli investimenti sottostanti e di conseguenza, possano beneficiare degli eventuali regimi fiscali agevolati applicati agli investimenti sottostanti.

Gli investimenti sottostanti che godono di agevolazioni fiscali dovrebbero poter essere certificati dal gestore tramite l'approccio "*pass-through*", permettendo così agli investitori di beneficiare dei vantaggi fiscali che ne derivano.

Infine, la riforma del Regolamento, unita all'iniziativa di revisione dell'assetto normativo MiFID II/MiFIR attualmente in corso, può rappresentare il giusto passo verso l'emersione della lungamente attesa e richiesta nuova categoria di investitori che la Commissione stessa ha definito con l'espressione "semi-professionali".

Nel restare a disposizione per qualsiasi chiarimento si rendesse necessario, l'occasione ci è gradita per porgere cordiali saluti.

Associazione Italiana Private Banking
EU Transparency Register: 252946238200-25

Segretario Generale
Maria Antonella Massari