



*Dipartimento di Economia e Finanza*

*Cattedra di Diritto dei Mercati e degli Intermediari Finanziari*

EUROPEAN LONG TERM INVESTMENT FUNDS.

*Nuove forme di supporto all'economia reale.*

RELATORE

Prof.ssa Mirella Pellegrini

CANDIDATO

Jacopo Izzi

Matr. 667771

CORRELATORE

Prof.ssa Paola Lucantoni

ANNO ACCADEMICO 2015/2016

*“In un pianeta incancrenito ci si dovrebbe astenere dal fare progetti, ma se ne fanno sempre, perché l'ottimismo, com'è noto, è una mania degli agonizzanti.”*

**(Emil Cioran, Confessioni e anatemi, 1987)**

# INDICE

|   |           |
|---|-----------|
| <b>INTRODUZIONE</b>   | <b>5</b>  |
| <b>CAPITOLO 1. CONTESTO NORMATIVO E CARATTERISTICHE PRINCIPALI<br/>DEGLI OICR</b>   | <b>7</b>  |
| 1.1. Contesto normativo. AIFMD e UCITS  | 7         |
| 1.2. La Gestione Collettiva del Risparmio   | 15        |
| <i>1.2.1. Caratteristiche generali</i>  | 15        |
| <i>1.2.2. Principali tipi di OICR</i>   | 16        |
| <i>1.2.3 I Soggetti coinvolti</i>   | 18        |
| <i>1.2.4 Personalità giuridica del fondo</i>  | 22        |
| <i>1.2.5. SICAV e SICAF</i>   | 23        |
| <i>1.2.6 Vigilanza, Autoregolamentazione e Best Practice</i>                        | 25        |
| <b>CAPITOLO 2. GLI EUROPEAN LONG TERMS INVESTMENT FUNDS</b>                         | <b>32</b> |
| 2.1. Europa 2020: gli obiettivi comunitari per una crescita economica intelligente. | 32        |
| 2.2. Il Regolamento UE 2015/760 del Parlamento Europeo e del Consiglio              | 34        |
| <i>2.2.1. Caratteri distintivi degli ELTIF</i>                                      | 38        |
| <i>2.2.2. Autorizzazioni all'attività</i>   | 40        |
| <i>2.2.3. Investimenti ammissibili e politiche d'investimento</i>                   | 42        |
| <i>2.2.4. Ciclo di vita di un ELTIF. Rimborsi e negoziazioni delle quote.</i>       | 48        |
| 2.3. Commercializzazione  | 51        |
| 2.4. Vigilanza e Obblighi di Trasparenza  | 54        |
| <b>CAPITOLO 3. ELTIF: I MODELLI DI STIMA</b>  | <b>59</b> |
| 3.1. Il Panorama finanziario europeo: le nuove dinamiche di <i>fundmatching</i>     | 59        |
| 3.2. Rischio e valore: valutazione di un fondo                                      | 67        |
| <i>3.2.1. Il VAR approach</i>   | 70        |
| <i>3.2.2. (segue) Il Commitment approach</i>  | 74        |

|  |           |
|--|-----------|
| 3.3. Valutazione degli <i>asset</i> : le PMI | 78        |
| 3.3.1. <i>Modelli Analitici</i>              | 78        |
| 3.3.2. <i>Modelli Finanziari</i>             | 81        |
| 3.3.3 <i>Modelli empirici</i>                | 83        |
| 3.3.4. <i>Le strategie “Value”</i>           | 84        |
| <b>CONCLUSIONI</b>                           | <b>89</b> |
| <b>BIBLIOGRAFIA</b>                          | <b>92</b> |

## INTRODUZIONE

A guardare il mondo in ottica economica e finanziaria, ci si abitua inevitabilmente alla diffidenza pessimistica di cui la materia in questione sembra essere circondata. La recente crisi è nata come un cancro, in un particolare punto del sistema economico, e si è diffusa in modo capillare a tutti gli altri organi vitali di un sistema autoevolutosi fin ora in maniera non olistica. Occorre superare il concetto di Stati Finanziari Mondiali come tasselli di un domino, arrivando a intenderli come organi vitali necessari al corretto funzionamento di un sistema più ampio. Tutte le maggiori crisi mondiali e finanziarie, a partire da quella dei bulbi di tulipani nei Paesi Bassi del XVII secolo<sup>1</sup>, sono nate per la poca lungimiranza mostrata da questi organi vitali, che hanno preferito il beneficio a breve piuttosto che la stabilità e la sanità nel futuro.

Ma come ogni organismo che si rispetti, anche quello economico finanziario presenta un sistema di autodifesa, che ricostruisce laddove è stato distrutto, e previene laddove ha imparato di poterlo fare.

È in quest'ottica che nasce la disciplina degli E.L.T.I.F. (European Long Term Investment Fund), sia come slancio ottimistico per una ripresa economica, sia come forma di prudenza anticiclica. L'approccio di questo elaborato non si limiterà

---

<sup>1</sup> La crisi dei tulipani nell'Olanda del XVII secolo è considerata una delle prime crisi finanziarie causate da alcuni contratti (che oggi definiremmo "derivati") sui bulbi di tulipani. Cfr. Milani, C. (2015). *Alle radici della crisi finanziaria: Origini, effetti e risposte*. EGEA spa.

all'analisi tecnica di questi nuovi strumenti finanziari, ma all'importanza del loro *purpose*, contestualizzato all'ambiente finanziario da cui nascono e in cui vanno ad agire. Come si vedrà in seguito, gli ELTIF non rappresenteranno solo uno strumento di investimento a lungo termine alternativo ai più comuni, ma si porranno come mezzo alternativo nel *matching* di fondi, anche per PMI e società non quotate. Essi infatti, come sottolineato dallo stesso Parlamento Europeo e dal Consiglio dell'Unione Europea, saranno valida soluzione alla difficoltà di reperire fondi da parte di quelle realtà che non possono facilmente emettere strumenti di debito o rappresentativi di capitale.

Per poter comprendere a fondo la natura e la *ratio* alla base degli ELTIF, occorre ripercorrere l'evoluzione del quadro normativo di riferimento, con particolare riferimenti in materia di Fondi Comuni di Investimento e Organismi di Investimento Collettivi del Risparmio.

# CAPITOLO 1

## Contesto normativo e caratteristiche principali degli OICR

### 1.1. Contesto normativo. AIFMD e UCITS

La gestione collettiva del risparmio è disciplinata per la prima volta in Italia con la legge n.77/1983. La materia è stata modificata e aggiornata più volte nel corso degli anni, subendo forti influenze derivanti dal contesto economico finanziario internazionale e in particolare da quello comunitario. È proprio la Direttiva 85/611/CEE (UCITS I)<sup>2</sup> ad essere la prima a voler armonizzare la materia della gestione collettiva del risparmio in valori mobiliari nel contesto europeo, definendo ambiti di applicazione e linee comuni da seguire<sup>3</sup>, specificando che l'armonizzazione in materia di organismi d'investimento permette la “commercializzazione delle quote presso altri stati membri”, agevolando “l'abolizione delle restrizioni alla libera circolazione delle quote” e favorendo la creazione di un “mercato europeo dei capitali”.<sup>4</sup> A partire da quella direttiva, che agiva ancora secondo il regime dell'*host country control*, ne sono seguite di numerose, i cui contenuti saranno inglobati nella disciplina del Testo Unico della

---

<sup>2</sup> UCITS sta per Undertaking for Collective Investments for Transferable Securities.

<sup>3</sup> Per approfondimenti Chionna, V. V. (2008). Le forme dell'investimento finanziario. Dai titoli di massa ai prodotti finanziari. Giuffrè.

<sup>4</sup> Cit. considerando nn. 2-3 della Direttiva 85/611/CEE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (o.i.c.v.m.).

Finanza.<sup>5</sup> La più recente modifica della disciplina in materia è avvenuta con la direttiva 2014/91/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 23 luglio 2014 (l'UCITS V), che si inserisce in un più ampio contesto di riforma dei mercati finanziari europei e di rafforzamento del grado di armonizzazione delle regole e della prassi nei diversi paesi europei.<sup>6</sup>

Un altro importante tassello della normativa in materia di gestione collettiva del risparmio è la Direttiva 2011/61/UE, cosiddetta "AIFMD" (*Alternative Investments Funds Directive*) riguardante i gestori di fondi alternativi, che introduce nuovi soggetti e prodotti finanziari nell'ambito della gestione collettiva del risparmio, comportando la necessità di modificare lo stesso Testo Unico della Finanza sia nell'apparato del Titolo III (Gestione Collettiva del Risparmio), sia nelle definizioni (Titolo I – Disposizioni Comuni). Si può leggere, infatti, nella versione aggiornata,<sup>7</sup> che la suddivisione del Titolo III è suddivisa in:

Capo I: Soggetti Autorizzati e attività esercitabili

Capo II: OICR italiani

Capo II-bis: Operatività transfrontaliera di gestori nazionali e comunitari

Capo II-ter: Commercializzazione di OICR in Italia (anche FIA)

Capo II-quater: Obblighi delle SGR i cui FIA acquisiscono partecipazioni rilevanti e di controllo di società non quotate e di emittenti.

---

<sup>5</sup> D.lgs. 58/1998. Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.

<sup>6</sup> Cfr. Banca d'Italia, Consob. *Documento per la consultazione: Recepimento della Direttiva 2014/91/UE ("UCITS V") in materia di politiche di remunerazione– modifiche al regolamento congiunto Banca d'Italia e Consob*. Tratto da Consob: <http://www.consob.it/>

<sup>7</sup> Si tratta dell'ultima versione aggiornata con D.lgs. 224 del 14.11.2016.



### Capo III: Disciplina del depositario.

L'importanza di tale suddivisione sta nella *ratio* con cui il legislatore si appropria alla materia. Si vedrà nei prossimi capitoli come anche gli ELTIF sono regolamentati secondo disposizioni ben precise che perseguono uno scopo di chiarezza e trasparenza ben definito.

L'AIFMD è una direttiva che ha ambito di applicazione in un settore vastissimo, che al tempo della sua emanazione comprendeva un ammontare di oltre duemila miliardi di euro in fondi di vario genere<sup>8</sup>. La direttiva affronta quelle tematiche che non erano state previste nella UCITS, soffermandosi sui fondi alternativi, in contrapposizione a quelli tipici che specialmente in periodo di crisi, si sono rivelati investimenti rifugio per gli investitori.

Uno degli aspetti da sottolineare è il metodo di valutazione delle attività del fondo: è prevista la possibilità di avvalersi di un valutatore indipendente o di effettuare tale attività internamente<sup>9</sup>. In quest'ultimo caso è previsto l'obbligo di separazione tra il reparto del fondo adibito alla valutazione e quello adibito alla gestione, mantenendo la possibilità di avvalersi di un valutatore esterno (che può essere un depositario o un revisore) per la verifica delle procedure di valutazione. Nel caso di valutatore esterno, sia questo che il gestore del fondo risulteranno solidalmente

---

<sup>8</sup> Da sottolineare che l'Italia risultava il secondo Paese dell'UE per masse gestite in fondi hedge (dopo la Gran Bretagna), e terza per masse gestite in fondi immobiliari. Dati presi dal database EFAMA-Assogestioni.

<sup>9</sup> Originariamente, sotto parere della Commissione, non era prevista la possibilità di valutazione interna.

responsabili dei processi di valutazione, rispondendo alla *ratio* di sana e prudente gestione nella ricerca diligente del revisore esterno.

Come già accennato all'inizio del paragrafo, questione centrale della direttiva AIFMD è la contestualizzazione geografica del depositario, in accordo con lo sviluppo del mercato europeo dei capitali. In particolare è stabilito che la normativa è applicabile al depositario che, se il fondo è domiciliato nell'Unione Europea, deve avere la sede legale nello Stato membro in cui il fondo è domiciliato, come indicato nella Proposta del Consiglio. Diversamente, quando il fondo non è domiciliato all'interno dell'UE, il principio generale può essere derogato in presenza di determinate condizioni che l'autorità di vigilanza valuta caso per caso. Il ruolo del depositario è fortemente descritto nella normativa europea, che, oltre a identificare le imprese finanziarie che possono ricoprire tale ruolo, ne precisa le responsabilità, stabilendo che il depositario è sempre responsabile della custodia dei beni versati e anche di compiti diversi dalla custodia qualora sia inadempiente o negligente per le sue obbligazioni.

Altra importante tematica affrontata dalla direttiva è la modalità di commercializzazione dei Fondi di Investimento Alternativi, il cui principio generale prevede che essa sia effettuata presso investitori istituzionali europei<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Nel caso di Paesi terzi, occorre distinguere due casi: se il fondo è stabilito nell'UE e vuole commercializzare all'estero, si applica la disciplina del depositario dello stato ospitante e sarà lo Stato estero a decidere se permettere la commercializzazione.

Nel secondo caso, invece, un fondo stabilito al di fuori dell'UE che voglia commercializzare in territorio europeo è tenuto a rispettare la normativa nazionale del Paese UE ospitante, purché ricorrano numerosi accordi di trasparenza di informazioni tra il fondo, l'autorità di vigilanza e l'ESMA.

L'AIFMD si ritrova dunque ad essere “complementare” alle direttive UCITS, chiarendo con precisione quelle tematiche che sembravano mancare nel contesto normativo della gestione collettiva del risparmio con l'introduzione dei FIA. La direttiva stessa definisce per esclusione i fondi “alternativi” come quei fondi che non rientrano nelle tipologie previste dalla direttiva UCITS. Saranno regolamenti successivi di secondo livello a definire tipologie inedite di fondi, come i fondi europei di venture capital o i fondi per l'imprenditoria sociale e infine, con regolamento di primo livello per importanza del tema, gli stessi ELTIF.

L'altra importantissima fonte normativa nell'ambito dei fondi comuni di investimento è appunto la già accennata direttiva 2009/65/CE (UCITS IV)<sup>11</sup>, che rappresenta, rispetto alle precedenti, l'ulteriore passo verso il mercato europeo dei capitali e disciplina caratteristiche e funzionamento tecnici dei fondi comuni di investimento.

La principale novità introdotta è rappresentata dal “passaporto europeo del gestore”, il quale può consentire al proprio fondo in uno Stato Membro di essere gestito da una società di gestione insediata in un altro Stato Membro, e da quest'ultimo disciplinata, con l'evidente scopo di abbattere i costi e favorire lo sviluppo del mercato finanziario in materia di fondi comuni.

---

<sup>11</sup> Le direttive precedenti ampliavano l'ambito di applicazione, includendo un numero sempre maggiore di titoli negoziabili in territorio comunitario e non comunitario. In particolare UCITS III permetteva la negoziazione in Svizzera, Sud America, Asia e Sud Africa.

Altra innovazione è rappresentata dall'introduzione dell'*Home Country Control*<sup>12</sup> anche per le società di gestione e l'obbligo di presentare un KIID (Key Investor Informations Documents) dettagliato all'investitore, che fornisce un chiaro schema di analisi costi-rischi facilmente confrontabile con altri prodotti<sup>13</sup>.

I fondi UCITS sono caratterizzati da elevata liquidità (ogni 15 giorni per i fondi normali; giornaliera o settimanale per i fondi alternativi), sicurezza degli *assets* (i titoli sono depositati in un conto separato con limiti di negoziazione per specifiche categorie), controllo dell'Autorità di vigilanza per i processi di *risk management* e approvazione da parte della stessa del KIID.

La direttiva prevede anche dei limiti agli investimenti in diverse tipologie di strumenti finanziari: limite massimo pari al 10% del *Net Asset Value* per investimenti in valori immobiliari emessi dallo stesso emittente; limite massimo pari al 20% del NAV delle azioni con diritto di voto di un emittente, 10% senza diritto di voto o titoli di debito o strumenti monetari di uno stesso emittente;<sup>14</sup> limite massimo di deposito presso un singolo istituto pari al 20% del NAV; un

---

<sup>12</sup> Per approfondimenti in materia: Colavolpe, A., & Prosperetti, M. (2009). *Banche, assicurazioni e gestori di risparmio. Corporate governance, vigilanza e controlli* (Vol. 10). Ipsoa. Per una lettura più critica si legga Vesala, J. *On the problems of Home Country Control*. Bank of Finland. Bank of Finland.

<sup>13</sup> I contenuti e la forma del prospetto sono guidati dalla Consob secondo modalità e termini stabiliti nella delibera Consob 11971 del 14 maggio 1999 (Regolamento Emittenti), ultimo aggiornamento tramite delibera 19770 del 26 ottobre 2016.

<sup>14</sup> Il limite nasce dall'esigenza di mantenere il fondo in una condizione di non influenza notevole nei confronti del management di un emittente. Si tratta della c.d. "regola di concentrazione" ben definita nella circolare 285 del 17 dicembre 2013 di Banca d'Italia in "Disposizioni di Vigilanza per le Banche", sezione III.

10% massimo in titoli negoziati in mercati non regolamentati<sup>15</sup>; divieto di acquistare materie prime o certificati rappresentativi delle stesse, azioni o quote di hedge funds, fondi immobiliari o di private equity; divieto di vendita allo scoperto, ma con riserva se effettuato tramite uso di derivati.

Altro limite disciplinato dalla direttiva è quello riguardante la leva finanziaria consentita. In particolare è specificata la differenza di approccio tra fondi “sostanziosi”, che utilizzano derivati come strumenti di copertura, e “non sostanziosi”, lasciando i primi senza limiti di impiego e utilizzando il VAR come metodo di *risk management*, mentre ai secondi è imposto un limite pari al 200% del NAV, utilizzando il *commitment approach*.<sup>16</sup>

È importante tenere a mente questi limiti imposti all’operatività e alla gestione dei fondi, al fine di confrontarli con quelli ELTIF in funzione della natura e degli scopi con cui questi ultimi si differenziano dai tipici fondi comuni di investimento.

La direttiva UCITS, dunque, disciplina ogni aspetto tecnico dei fondi “armonizzati”, elencando persino le tipologie di strumenti finanziari permessi in cui il fondo può investire il suo patrimonio: strumenti finanziari quotati diversi dai derivati; strumenti finanziari non quotati per un limite del 10% del patrimonio; strumenti derivati quotati che abbiano per oggetto l’attività in cui il fondo investe il suo patrimonio, ricoprendo il ruolo di strumento di copertura; strumenti del mercato monetario con durata non superiore a sei mesi, alle condizioni previste da

---

<sup>15</sup> Si tratta del c.d. *trash ratio*, cui è dedicata una sezione specifica in ogni prospetto informativo dei fondi comuni.

<sup>16</sup> Nel *Consultation Paper* dell’ESMA del 19 Aprile 2010, *Committee of European Securities Regulators*, sono spiegati nel dettaglio i due metodi.

Banca d'Italia; componenti di OICR armonizzati. Tutte queste fattispecie si intendono ampliabili nelle loro limitazioni, a determinate condizioni imposte da Banca d'Italia, per cui quest'ultima può autorizzare la negoziazione di strumenti finanziari non quotati, di derivati, componenti di OICR non armonizzati e persino a investire in depositi bancari presso banche aventi sede in uno Stato Membro dell'UE o se membro del G10.

Se da un lato la direttiva mostra, attraverso l'intervento dell'autorità di vigilanza, una certa elasticità nell'elencare gli strumenti ammissibili, dall'altro vieta categoricamente alcune forme di investimento quali: concessioni di prestiti, *short selling*, negoziazione di strumenti emessi dalla SGR che istituisce e gestisce il fondo, acquisizione di metalli e pietre preziose<sup>17</sup> o certificati rappresentativi dei medesimi. Tali divieti rispondono all'esigenza di mantenere minimi i rischi tipici<sup>18</sup> di un qualsiasi portafoglio, nonché conflitti d'interesse e esposizioni a potenziale perdita infinita (vendite allo scoperto).

Prima di poter approcciare all'analisi degli ELTIF e per poter capire appieno l'obiettivo che vogliono raggiungere, occorre definire con esattezza alcuni concetti in materia di Organismi di Investimento Collettivi del Risparmio.

---

<sup>17</sup> Principalmente si cerca di arginare il rischio di liquidità, ad esempio, impedendo l'acquisto di metalli e pietre preziose. La tematica è fonte di attenzione e analisi maggiormente critica, motivo per cui se ne parlerà più approfonditamente nei capitoli successivi e in relazione agli ELTIF.

<sup>18</sup> Per un'analisi qualitativa e quantitativa sui tipi di rischi di un portafoglio che prevede vari tipi di beni, Degregori & Partners. (2016). *Asset Allocation - La gestione del portafoglio*. Edizioni R.E.I.

## **1.2. La Gestione Collettiva del Risparmio**

### ***1.2.1. Caratteristiche generali***

La Gestione collettiva del risparmio è definita all'art.1, comma 1, lett. n) TUF, come il “servizio che si realizza attraverso la gestione di Organismi Collettivi del Risparmio e dei suoi relativi rischi”. Allo stesso comma, lettera k) si fornisce la definizione di OICR come “organismo istituito per la prestazione di servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi”.

La proposizione va analizzata con cura in quanto racchiude tutte le caratteristiche fondamentali della gestione collettiva, che si differenziano dalle altre forme di investimento e risparmio comunemente diffuse nel sistema finanziario. Si può affermare che i legislatori, nella stesura dei regolamenti relativi al risparmio presso il pubblico, abbiano messo in luce l'appetibilità della gestione collettiva rispetto a quella individuale, poiché la prima può rappresentare qualcosa in più del semplice impiego di denaro. I fondi comuni di investimento, infatti, appaiono più “sicuri”, ma non per la natura dei titoli ammessi alla negoziazione, quanto per la modalità con cui avviene la gestione e la finalità che essa persegue.

Il primo elemento distintivo degli OICR è che l'attività gestoria si svolge “in monte”, e cioè nell'interesse e per conto di una “pluralità” di investitori, in base a

una politica di investimento predeterminata<sup>19</sup>. È da sottolineare, inoltre, come non sia specificata la natura giuridica di tale organismo, che infatti può assumere diverse forme.<sup>20</sup> La “collettività” della gestione assicura agli investitori che l’interesse del gestore coincida con quello della “pluralità”; caratteristica ulteriore è la “standardizzazione” della gestione, che non permette individualismi o favoreggiamenti. Il singolo investitore non ha alcun tipo di potere decisionale. La natura delle quote o azioni del fondo, infatti, si differenzia fortemente dal concetto di “partecipazione” al capitale tipico nella sua accezione amministrativa: esse non danno alcun diritto decisionale, ma esclusivamente patrimoniale. Questo comporta, e allo stesso tempo spiega, un altro importante carattere distintivo di questa disciplina: la separazione giuridica tra il fondo e la società che lo gestisce.

### ***1.2.2. Principali tipi di OICR***

La disciplina prevede diverse tipologie di OICR. La macro area, che ha come *ratio* la disciplina dei rimborsi delle quote, porta alla distinzione tra OICR aperti e chiusi. Il TUF, all’art. 1, comma 1, lettera *k-bis*) definisce gli OICR aperti come quegli organismi in cui i partecipanti hanno il “diritto di chiedere il rimborso delle quote o azioni a valere sul patrimonio dello stesso, secondo le modalità e con la frequenza previste dal regolamento, dallo statuto e dalla documentazione d’offerta dell’Oicr”.

---

<sup>19</sup> Cit. Annunziata, F. (2015). *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario. La gestione Collettiva del risparmio e i Fondi Comuni di Investimento*. (F. Capriglione, A cura di), Cedam.

<sup>20</sup> Le forme giuridiche che possono essere classificate come OICR sono considerate per esclusione rispetto alla riserva di attività dell’articolo 32-quater del TUF.



L'art. 39, invece, rimanda al MEF la stesura dei criteri generali per la suddetta distinzione, specificando le linee da seguire.<sup>21</sup> Il decreto ministeriale n.30 del 2015, di attuazione dell'articolo del TUF, prevede all'art.9, comma 3, che i “partecipanti all'OICR aperto hanno diritto di chiedere il rimborso delle quote o delle azioni secondo le modalità e con la frequenza previste dal regolamento del fondo, [...]. Il rimborso deve essere eseguito entro quindici giorni dalla ricezione della richiesta”. Se da un lato la direttiva europea ha voluto definire i criteri per la definizione degli OICR di tipo aperto, dall'altro non suggerisce alcuna definizione descrittiva riguardo la tipologia chiusa, definendo per esclusione alla lettera *k-ter*) l'OICR chiusi come un OICR diverso da quello aperto. Più precisamente si dovrebbe parlare di tipologia semi chiusa, in quanto anche in questo tipo di organismo il rimborso avviene secondo frequenze, tempi e modalità previste dal regolamento interno, seppur molto più lunghe di un OICR aperto.

Ulteriore distinzione nella natura di tali organismi di gestione collettiva risiede nella natura costitutiva del fondo, che può essere contrattuale o statutaria. Nel primo caso si tratta della tipica forma di fondo comune gestito da una SGR, nel

---

<sup>21</sup> Nel dettaglio, l'art. 39, comma 1, sancisce che: Il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob, determina i criteri generali cui devono uniformarsi gli Oicr italiani con riguardo:

- a) all'oggetto dell'investimento;
- b) alle categorie di investitori cui è destinata l'offerta delle quote o azioni.
- c) alla forma aperta o chiusa e alle modalità di partecipazione, con particolare riferimento alla frequenza di emissione e rimborso delle quote, all'eventuale ammontare minimo delle sottoscrizioni e alle procedure da seguire;
- d) all'eventuale durata minima e massima;
- e) alle condizioni e alle modalità con le quali devono essere effettuati gli acquisti o i conferimenti dei beni, sia in fase costitutiva che in fase successiva alla costituzione del fondo

secondo caso si costituisce una società *ad hoc* e il fondo acquista natura societaria nella forma di SICAV o SICAF<sup>22</sup>, rispettivamente di tipo aperto e chiuso.

In seguito al recepimento della AIFMD, dunque, si evince che il TUF distingue definitivamente le macro categorie “alternativi” e “armonizzati” (ossia quelli rientranti nella disciplina UCITS), a loro volta divisi in “aperti” e “chiusi”, e a loro volta divisi per tipologia di investimento prevalente (mobiliari, immobiliari, beni diversi) e per tipologia di investitore al quale sono rivolti (istituzionale o retail).

### ***1.2.3 I Soggetti coinvolti***

La necessità di creare una giurisdizione particolare nella disciplina della gestione collettiva del risparmio nasce per definire con precisione una normativa che sia in grado di tutelare appieno il depositante. La tutela dell’investitore è una tematica centrale della moderna giurisdizione finanziaria, che si pone l’obiettivo di assicurare trasparenza dell’informazione, affiancata a una sana e prudente gestione dell’intermediario, uniche caratteristiche in grado di mantenere un equilibrio nel sistema economico.<sup>23</sup> I fondi comuni nascono e sono disciplinati per essere una valida alternativa alle forme di risparmio più comuni (fondi pensione, titoli di

---

<sup>22</sup> All’art.1, comma 1, lettera i) e i-bis) TUF, si definiscono le Società di Investimento a Capitale Variabile e a Capitale Fisso come “OICR aperti costituiti in forma di società per azioni a capitale variabile con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l’investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l’offerta di proprie azioni” (SICAV) “e altri strumenti finanziari partecipativi” (SICAF).

<sup>23</sup> Per approfondimenti sulle tematiche di normativa finanziaria e vigilanza prudenziale M. Pellegrini, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Cedam, 2007, spec. Capitoli V e VI; Capriglione, F. (2015). *Manuale di diritto bancario e finanziario*. (F. Capriglione, A cura di), Cedam, pp. 117 ss.

stato) e per questo sono previste norme e descrizioni dettagliate del loro funzionamento. La principale tematica, fulcro della chiarezza normativa, è proprio la definizione di tutti i soggetti che agiscono nell'universo della gestione collettiva del risparmio. *In primis* va preso in considerazione il depositante, che fa confluire i suoi risparmi nel fondo e che deve conoscere esattamente come interagisce con gli altri soggetti, che sono la società che gestisce il fondo e i depositari (*servicers*). Questi ultimi, in particolare, sono coloro che si interfacciano con il depositante; l'art. 47 del TUF, comma 1, prevede che “Per ciascun Oicr il gestore conferisce l'incarico di depositario a un unico soggetto, cui sono affidati i beni dell'Oicr secondo quanto previsto nel presente capo”. Il comma successivo elenca i soggetti che possono assumere l'incarico di depositari<sup>24</sup>: banche autorizzate in Italia, succursali italiane di banche comunitarie, SIM e succursali italiane di imprese di investimento. I depositari, oltre al servizio di custodia dei beni versati dall'investitore, svolgono importanti funzioni di intermediazione e trasparenza. In particolare è affidato loro il compito di assicurare la legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote e la destinazione dei redditi del fondo, ma soprattutto accerta la correttezza del calcolo del valore delle quote<sup>25</sup>. In caso di irregolarità riscontrate in uno di questi processi, gli amministratori e i sindaci del

---

<sup>24</sup> Non è scontato che il deposito dei beni avvenga presso il depositario. In seguito al recepimento della direttiva AIFMD, infatti, per i beni del depositante di tipo immobiliare, di natura creditizia, e qualsiasi altro tipo diverso dalla natura liquida o finanziaria, non è previsto il deposito presso il *servicer* di riferimento. Per approfondimenti, R. Costi, L. Enriques (2004). *Il mercato mobiliare*. In G. Cottino (A cura di), *Trattato di diritto commerciale* (Vol. VIII). Padova.

<sup>25</sup> Nel caso la SGR abbia optato per la valutazione esterna delle quote, il depositario può direttamente svolgere questo ruolo, in accordo con le direttive europee AIFMD e UCITS.

depositario sono tenuti a informare repentinamente Banca d'Italia e Consob.

Il soggetto che richiede maggior attenzione di studio è la società di gestione del fondo. Oltre al compito manageriale, la società ha il fondamentale compito di “istituire” il fondo. Va sottolineato che in seguito al recepimento della direttiva AIFMD, è stato ampliato il numero di soggetti autorizzati a gestire un fondo, purché rispettino i requisiti della direttiva UCITS,<sup>26</sup> e cioè che siano GEFIA UE o GEFIA non UE. In ogni caso, resta il divieto nei confronti di SIM e banche. L'attività di gestione è subordinata al rilascio di un'autorizzazione amministrativa da parte di Banca d'Italia,<sup>27</sup> sentita la Consob, sotto alcune condizioni specifiche elencate dall'art. 34, comma 1 TUF, quali la costituzione in forma di s.p.a., sede legale su suolo nazionale, requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza degli organi aziendali, ma soprattutto il divieto di esercitare qualsiasi altra attività diversa dalla gestione collettiva del risparmio. L'albo tenuto da Banca d'Italia prevede la suddivisione in due aree, in particolare quella degli OICVM tipici, e quella degli OICR alternativi, tenendo presente che una SGR non può essere iscritta in entrambe contemporaneamente, salvo sia costituita per statuto alla gestione di un fondo che prevede la negoziazione e la gestione di titoli “tipici” e di alternativi allo stesso tempo. L'autorizzazione, infatti, viene negata non solo qualora non siano rispettate le condizioni sopra, ma anche, come recita il comma 2, se in seguito alle verifiche delle stesse “non risulti garantita la sana e prudente

---

<sup>26</sup> Nel TUF all'art. 1, comma 1, lettera o-bis), tali società sono definite “società di gestione UE”

<sup>27</sup> Si tenga presente che l'iter di rilascio delle autorizzazioni è esattamente inverso a quello per le SIM, per cui l'autorizzazione è rilasciata dalla Consob, sentita Banca d'Italia. <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/>

gestione” dell’intermediario.

Il servizio di gestione collettiva fornito dalle SGR autorizzate si identifica attraverso attività commerciali quali la promozione, l’istituzione, l’organizzazione dei fondi comuni e il rapporto con i partecipanti, e attività di gestione finanziaria vera e propria dell’organismo. Non è necessario che la società che gestisce sia la stessa che istituisce il fondo. In tal caso si può distinguere tra la società che istituisce, la società che gestisce ed eventualmente la società promotrice. Le SGR, dunque, sono imprese che forniscono numerosi servizi accessori in aggiunta a quello manageriale, elencati all’art.1, comma 6, lettera a) del TUF<sup>28</sup>, nonché servizi di consulenza in materia di investimenti e commercializzazione di quote di OICR terzi, in conformità alle direttive UCITS e AIFMD. Per quanto riguarda le regole di comportamento, le SGR sono tenute a operare con diligenza correttezza e trasparenza “nell’interesse dei partecipanti ai fondi e all’integrità del mercato”; inoltre, in conformità con le linee di autoregolamentazione e autogestione

---

<sup>28</sup> Per servizi accessori si intendono: a) la custodia e amministrazione di strumenti finanziari e relativi servizi connessi<sup>81</sup>;  
b) la locazione di cassette di sicurezza;  
c) la concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare un’operazione relativa a strumenti finanziari, nella quale interviene il soggetto che concede il finanziamento;  
d) la consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, di strategia industriale e di questioni connesse, nonché la consulenza e i servizi concernenti le concentrazioni e l’acquisto di imprese;  
e) i servizi connessi all’emissione o al collocamento di strumenti finanziari, ivi compresa l’organizzazione e la costituzione di consorzi di garanzia e collocamento;  
f) la ricerca in materia di investimenti, l’analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti operazioni relative a strumenti finanziari<sup>82</sup>;  
g) l’intermediazione in cambi, quando collegata alla prestazione di servizi d’investimento;  
g-bis) le attività e i servizi individuati con regolamento del Ministro dell’economia e delle finanze, sentite la Banca d’Italia e la Consob, e connessi alla prestazione di servizi di investimento o accessori aventi ad oggetto strumenti derivati.

prudenziale che guidano la vigilanza finanziaria attuale<sup>29</sup>, sono tenute ad organizzare la prevenzione di potenziali conflitti d'interesse anche tra patrimoni gestiti dalla stessa.

#### ***1.2.4 Personalità giuridica del fondo***

Per poter discutere della personalità giuridica del fondo, e dunque affrontare tematiche su responsabilità e imputabilità degli atti compiuti, il TUF fornisce alcune delucidazioni all'art. 36, ma al fine di muovere considerazioni più critiche e “giuridiche” occorre prendere spunto dalla sentenza n. 16605 Cass. Civ. Sez. I del 16/07/2010. Il TUF, al comma 4, sancisce che “ciascun fondo costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società; delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la SGR risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio, né del depositario. Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi. La società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti”.

Il comma sembra essere esaustivo nell'esprimere la posizione del legislatore in

---

<sup>29</sup> Brescia Morra, C. (2015). Le Forme di Vigilanza. In F. Capriglione (A cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*.

materia, andando a sottolineare quanto lo scopo della disciplina degli organismi di investimento collettivi sia quello di rendere il risparmio trasparente e ben tutelato, al fine di renderlo “sicuro” per il depositante, che può così ritrovarsi in un contesto finanziario prudente e ben definito in ogni suo aspetto, senza temere azioni creditorie o di altro genere che possano ostacolare la salute del suo investimento o della società che lo gestisce.

A conferma di quanto appena citato dal TUF, è utile analizzare la sentenza accennata in precedenza. In quell’occasione, infatti, la Cassazione ha confermato l’importanza del “patrimonio separato”, sottolineando che se da un lato “i fondi comuni d’investimento costituiscono patrimonio separato della società che li ha istituiti, con la conseguenza che, in caso di acquisto immobiliare operato nell’interesse di un fondo, l’immobile acquistato deve essere intestato alla suindicata società di gestione”, dall’altro assicura che “l’autonomia patrimoniale del fondo costituisce caratteristica essenziale”. Dunque, un fondo istituito costituisce patrimonio separato dalla società di gestione e da ciascun partecipante, ma del quale è la SGR che si imputa la “situazione giuridica reale”,<sup>30</sup> fermo restando che il fondo è il principale centro di imputazione d’interessi.

### ***1.2.5. SICAV e SICAF***

Come accennato nei paragrafi precedenti, gli organismi di gestione collettiva

---

<sup>30</sup> Cit. Annunziata, F. (2015). *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario. La gestione Collettiva del risparmio e i Fondi Comuni di Investimento.* (F. Capriglione, A cura di) Cedam, p. 307.

istituiti in forma societaria prendono il nome di Società di Investimento a Capitale Variabile<sup>31</sup> o a Capitale Fisso. Entrambe le categorie sono definite direttamente dal TUF all'art. 1, comma 1, lettera i) e i-bis). In particolare le SICAV sono definite come quegli OICR aperti costituiti in forma di s.p.a. a capitale variabile aventi per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante offerta di azioni proprie. Per quanto riguarda le SICAF, introdotte nel TUF solo dopo il recepimento dell'AIFMD, si differenziano per definizione solo per l'aggiunta di altri strumenti finanziari partecipativi da offrire oltre alle azioni come patrimonio di investimento collettivo. La distinzione comporta, di fatto, la necessità di definire le SICAV come OICR aperti e le SICAF come OICR chiuse. Ciò che invece accomuna entrambe è l'assenza di acquisti di quote rappresentative del fondo, dal momento che le partecipazioni coincidono con azioni di una società da sottoscrivere. Questa caratteristica è fondamentale perché rappresenta un modello di OICR più consapevole per l'investitore, che in qualità di socio della società di investimento, ha diritto di voto e può, se ne è interessato, partecipare alle strategie di gestione.<sup>32</sup> Viene dunque a mancare quella separazione giuridica tra patrimonio e gestore affrontata nel paragrafo precedente, comportando la necessità di una legislazione appositamente studiata per queste particolari forme di organismi. *In primis* l'autorizzazione rilasciata dalle autorità di vigilanza (Banca

---

<sup>31</sup> Le SICAV sono state introdotte nel sistema finanziario italiano con il d.lgs. 84/1992 di recepimento della Direttiva 85/611/CEE. Si veda Antonucci, A. (1999). Le società di investimento a capitale variabile. In Griffi-Sandulli-Santoro (A cura di), *Intermediari finanziari: mercati e società quotate*. Torino.

<sup>32</sup> Cfr. Annunziata, F. (2015). *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario. La gestione Collettiva del risparmio e i Fondi Comuni di Investimento*. (F. Capriglione, A cura di) Cedam.



d'Italia, sentita la Consob), che è necessaria non solo per l'inizio dell'attività, ma a monte per la costituzione della società stessa.

Per quanto riguarda l'applicazione delle norme relative alla responsabilità e ai centri d'imputazione d'interessi, il codice civile non può essere interamente applicato, poiché ci troviamo in presenza di identità tra patrimonio netto e capitale sociale. Per questo motivo il patrimonio della società dell'investimento collettivo non può considerarsi "patrimonio separato" o "patrimonio destinato" e dunque non si applicheranno gli articoli del codice civile<sup>33</sup> relativi a questa fattispecie. Tuttavia va sottolineato che anche SICAV e SICAF possono avvalersi di una società esterna per la gestione del patrimonio, creando quella scissione formale tra società che istituisce il patrimonio (e dunque che istituisce sé stessa) e la società che lo gestisce.

### ***1.2.6 Vigilanza, Autoregolamentazione e Best Practice***

Come già accennato, la supervisione spetta a Banca d'Italia e Consob, in base alle competenze, e perseguendo le finalità della vigilanza del sistema finanziario definite all'art. 5 TUF.<sup>34</sup> Il comma 1 elenca gli obiettivi della vigilanza, dalla cui analisi si evince la direzione che il legislatore ha indicato come guida nella stesura della normativa in materia di controllo e vigilanza. Occorre ricordare che la recente crisi finanziaria ed economica ha destabilizzato il settore dalle fondamenta, poiché

---

<sup>33</sup> In particolare si tratta degli articoli dal 2447-bis al 2447-decies.

<sup>34</sup> Cfr. Pellegrini, M. (2015). Le imprese di investimento. In F. Capriglione (A cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*. Cedam.

ha creato un'aurea di diffidenza e sfiducia attorno agli operatori, comportando l'inevitabile blocco del sistema<sup>35</sup>. L'ottica preventiva è riscontrabile al primo obbiettivo della vigilanza elencato all'articolo 5, ossia la "salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario", cui seguono la "tutela dell'investitore" e la "stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario", assicurandone allo stesso tempo competitività e osservanza delle disposizioni. Il TUF non si limita a definire le finalità generali. I commi 2 e 3, infatti, specificano quali sono gli ambiti specifici operativi di controllo delle due autorità in questione: se da un lato Banca d'Italia è autorità competente in materia di gestione del rischio, stabilità patrimoniale e sana e prudente gestione, dall'altro la Consob vigila su trasparenza e correttezza dei comportamenti.<sup>36</sup> Appare così evidente perché sia Banca d'Italia l'autorità principale in materia di fondi comuni, ma non l'unica. Come specificato ai comma 5 e 5-bis, entrambe operano in coordinazione attraverso scambi di informazioni, comunicazioni sull'operato e protocolli d'intesa resi pubblici.<sup>37</sup>

Il quadro autoritativo si completa a livello europeo con l'ESMA, autorità di

---

<sup>35</sup> Per un'analisi micro e macro economica sulla crisi finanziaria, Fruscio, D. (2012). *Dalla crisi finanziaria alla crisi totale*. Maggioli Editore.

<sup>36</sup> Si supera così la tradizionale vigilanza per soggetti in favore di una forma di vigilanza trasversale. Cfr. Capriglione, F. (2015). *Struttura Ordinamentale del Settore Finanziario. Manuale di diritto bancario e finanziario*. (F. Capriglione, A cura di) Cedam.

<sup>37</sup> L'art. 5, comma 5-bis TUF recita: *5-bis*. La Banca d'Italia e la Consob, al fine di coordinare l'esercizio delle proprie funzioni di vigilanza e di ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti abilitati, stipulano un protocollo d'intesa, avente ad oggetto:

a) i compiti di ciascuna e le modalità del loro svolgimento, secondo il criterio della prevalenza delle funzioni di cui ai commi 2 e 3;

b) lo scambio di informazioni, anche con riferimento alle irregolarità rilevate e ai provvedimenti assunti nell'esercizio dell'attività di vigilanza<sup>122</sup>.

*5-ter*. Il protocollo d'intesa di cui al comma *5-bis* è reso pubblico dalla Banca d'Italia e dalla Consob con le modalità da esse stabilite ed è allegato al regolamento di cui all'articolo 6, comma *2-bis*.

vigilanza facente parte del *network* del SEVIF, che svolge la funzione di garantire la regolarità nei mercati finanziari.<sup>38</sup>

In linea con questo tipo di vigilanza, rivolta più alla prevenzione che alla “guarigione”, è la costante ricerca della regolamentazione attraverso *best practice*.<sup>39</sup> Per tale motivo sono stati istituiti degli standard internazionali sia comportamentali sia operativi che prendono il nome di *Global Investment Performance Standard* (GIPS): un insieme di principi deontologici da applicare nella quotidiana operatività che assicurino la correttezza della gestione e dei comportamenti. L’obiettivo è quello di rendere l’investitore consapevole di informazioni importanti per la fiducia nei confronti dell’intermediario, e di conseguenza nel sistema finanziario. Gli standard, dunque, prevedono trasparenza soprattutto in merito all’attività passata del gestore, col fine di rendere l’investitore consapevole di informazioni quali la provenienza del gestore, l’oggetto della misurazione della *performance*<sup>40</sup> e i relativi metodi di valutazione. Nel dettaglio i GIPS prevedono che il calcolo da presentare al depositante debba essere effettuato tramite metodo *timeweighted*, che estrapola l’indicatore di reddito del gestore eliminando l’impatto di conferimenti e liquidazioni dal fondo decisi dal cliente.

---

<sup>38</sup> Cfr. Capriglione, F. (2015). La finanza come fenomeno di dimensione internazionale. *Manuale di diritto bancario e finanziario*. (F. Capriglione, A cura di) Cedam.

<sup>39</sup> Si tratta di una forma sofisticata di autoregolamentazione, che prevede la definizione di un modo di agire basato su un’esperienza empirica dimostratasi valida. Per approfondimenti Costanzo, P., Priori, M., & Sanguinetti, A. (2007). *Governance e tutela del risparmio. Best practice, regole e comunicazioni al mercato*. V&P.

<sup>40</sup> In particolare, nel fornire questo tipo di informazione agli investitori, si utilizza il “metodo dei compositi”, che consiste nell’accorpare ogni “composito” (ossia ogni prodotto finanziario venduto dall’intermediario) in un indice che racchiude tutti i portafogli caratterizzati da comunanza di obiettivi e/o strategie di investimento. <http://www.bankpedia.org/index.php/it/103-italian/g/20368-gips> (Assonebb, 2017)

Parallelamente è da sottolineare la stesura di un importante documento armonizzato a livello europeo, sempre relativo all'ambito della trasparenza: il *Fund Processing Passport* (FPP), elaborato dall'*European Fund and Asset Management Association* (EFAMA),<sup>41</sup> su incipit del Parlamento Europeo, che ha lo scopo di semplificare e rendere trasparente l'organizzazione e la gestione dei dati operativi, minimizzare i costi di verifica di dati, di ritardi e rischi operativi. Più che per l'investitore, infatti, il "passaporto" è pensato per i professionisti e le società che si occupano della distribuzione dei fondi e la promozione. Il documento prevede la compilazione di 77 campi,<sup>42</sup> di cui 49 obbligatori, in cui si definiscono informazioni caratteristiche quali riferimenti anagrafici, regole di sottoscrizione e rimborso, sistemi di *settlement price*, codice ISIN<sup>43</sup> e simili. Il passaporto rientra nell'ottica della standardizzazione dei processi informativi proposta da Tavolo Tecnico presieduto dalle principali associazioni di categoria del settore,<sup>44</sup> attraverso cui si vuole rendere più semplice e quindi trasparente lo scambio di informazioni tra operatori. La soluzione proposta è a tutti gli effetti un chiaro esempio di attuazione di una *best practice*, indicando come "standard" l'utilizzo

---

<sup>41</sup> Si tratta di un'associazione di categoria molto importante nel contesto finanziario internazionale. Fondata nel 1974 da membri in rappresentanza dei principali Paesi europei, è responsabile dell'informazione in merito a circa 21 mila miliardi di euro gestiti in fondi dai membri che lo compongono.

<sup>42</sup> È prevista un'ulteriore sezione detta *Local Annex* in cui sono ammesse variazioni in relazione ai diversi Paesi membri. In caso di commercializzazione in Italia è prevista un'ulteriore integrazione di 57 campi, detta INP (integrazione nazionale al passaporto). Per una consultazione dei passaporti dei fondi che operano in Italia <http://www.ifh.assogestioni.it/Home/Index>.

<sup>43</sup> Acronimo di International Securities Identification Number, è un codice identificativo a 12 cifre utile nel mondo finanziario per definire le varie tipologie di titoli mobiliari e la loro provenienza geografica.

<sup>44</sup> Hanno partecipato SGR e banche, Associazioni di settore ABI, Assogestioni, Assoreti, Anasf e Assosim sotto l'egida di Consob e Banca d'Italia, ma anche importanti rappresentanti industriali.

della messaggistica ISO 20022<sup>45</sup> per l'interscambio di informazioni depositari, intermediari e gestori.

La regolamentazione attraverso *best practice* riprende e conferma la più ampia autoregolamentazione del settore finanziario.

Un chiaro esempio di autoregolamentazione sono le manovre indotte dalla Consob al fine di ridurre il più possibile i margini interpretativi del Nuovo Regolamento Intermediari adottato con delibera 19548 del 2016<sup>46</sup> e redatto dalla Consob, come attuazione delle normative in materia del TUF. Tali manovre si identificano nella stesura delle “Linee Guida” da parte delle associazioni di categoria e validate dalla Consob, che si affiancano a *iter* tecnici di interpretazione legislativa quali le misure di terzo livello<sup>47</sup> e le risposte delle autorità tecniche ai quesiti interpretativi. Le Linee Guida sono un chiaro esempio di *soft law*,<sup>48</sup> riguardano aspetti formali e tecnici in merito agli OICR, quali i contenuti che devono essere assicurati nei contratti di gestione di portafogli, gli obblighi di valutazione di adeguatezza e

---

<sup>45</sup> Si tratta dell'International System che indica una piattaforma informatica comune per lo sviluppo dei messaggi di informazione. [https://www.iso20022.org/about\\_iso20022.page](https://www.iso20022.org/about_iso20022.page)

<sup>46</sup> Si tratta di una delibera di aggiornamento: il primo Regolamento Intermediari risale al 2007. Diviso in “libri”, il regolamento sancisce tutte le più importanti norme contenute nel TUF in merito alla gestione collettiva del risparmio e la commercializzazione degli OICR. Vi sono contenute, infatti, oltre alle definizioni e alle fonti normative di riferimento, anche norme relative alle offerte fuori sede, nonché disposizioni in materia di “finanza etica e socialmente responsabile”, che può risultare un attrazione per alcuni tipi di investitori e allo stesso tempo allontanare dalla finanza l'aurea di diffidenza creatasi attorno ad essa.

<sup>47</sup> Si tratta di una pratica promossa dalla disciplina comunitaria, per cui le autorità di settore in collaborazione con le associazioni di categoria elaborano precisi orientamenti interpretativi in merito a tutte le disposizioni normative che vengono emanate in ambito finanziario.

<sup>48</sup> Si tratta di testi redatti sotto forma di norme, ma hanno la caratteristica di essere non vincolanti per chi le recepisce, tuttavia sono in grado di creare effetti recettivi sulla platea dei destinatari. La “sanzione” derivante dalla mancata applicazione è tipo “reputazionale”. Vedi Lemma, V. (2006). *Best practice ed altri aspetti della soft law*. Mondo Bancario .

appropriatezza del cliente da parte delle SGR e dei depositari prima di fornire la prestazione del servizio, nonché linee guida di *best execution* nelle operazioni di gestione dei patrimoni dei portafogli. Assogestioni provvede periodicamente ad aggiornare la lista<sup>49</sup> delle società di gestione che aderiscono a tali linee guida e che vengono validate dalla Consob.

Ulteriori forme di autoregolamentazione sono i Protocolli. Uno dei principali è quello relativo ai conflitti d'interesse. Il Protocollo, dopo una serie di definizioni, fornisce raccomandazioni e iter operativi per individuazione ed efficiente gestione dei conflitti. All'art.5 del protocollo, sono elencate le tipologie di situazioni possibili di cui deve avere riguardo la società di gestione per individuarli: selezione degli investimenti, scelta delle controparti, esercizio del diritto di voto. I commi successivi specificano nel dettaglio le fattispecie per ognuna di queste tre categorie, e agli articoli seguenti si individuano le modalità per la gestione dei conflitti.

Per procurare un esempio dell'applicazione di un tipo di regolamentazione basato su provvedimenti autonomi, si prenda il caso italiano riguardante l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto per le società quotate. A tal proposito, le associazioni di categoria in Italia hanno adottato dal 2013 i c.d. "Principi di Stewardship", con lo scopo di incentivare il confronto tra le società di gestione e l'amministrazione delle società quotate i cui titoli sono acquistati dal fondo. Si

---

<sup>49</sup> La lista è pubblica e periodicamente aggiornata da Assogestioni ed è facilmente reperibile sul sito dell'associazione di categoria, a confermare come la *soft law* agisca attraverso premi e sanzioni esclusivamente di tipo reputazionale.

tratta di un provvedimento che non proviene dalle sfere autoritarie comunitarie, ma, se pur si ispira al *Code for External Governance* dell'EFAMA, è applicato su suolo nazionale in totale autonomia, con lo scopo di migliorare la trasparenza delle informazione e dei comportamenti, affermando la volontà del settore di trasmettere la cultura di una *governance* sana e prudente, che salvaguardi la fiducia dell'investitore e del sistema.

Ogni principio risulta molto breve e conciso, per questo è seguito da una raccomandazione, in cui si definisce l'ambito di applicazione e si commentano i punti chiave per sciogliere qualsiasi dubbio interpretativo. In generale i principi prevedono attività di *monitoring* delle attività delle società emittenti partecipate e *disclosure* nei confronti degli investitori in relazione alla politica che si vuole adottare nell'esercitare i diritti di voto nelle stesse.

## CAPITOLO 2

### *Gli European Long Terms Investment Funds*

#### **2.1. Europa 2020: gli obiettivi comunitari per una crescita economica intelligente.**

Con Europa 2020 si intende la strategia decennale varata dall'UE allo scopo di prefissare specifici obiettivi che gli Stati membri devono raggiungere per un'Europa più solida, attraverso una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva. Le principali macro aree socio economiche oggetto degli obiettivi sono l'occupazione al 75%, l'aumento dei fondi destinati ai reparti R&S pari almeno al 3% del PIL europeo, standard climatici per migliorare efficienza energetica e sfruttamento delle energie rinnovabili, istruzione e lotta alla povertà. La stessa Commissione Europea individua mezzi d'azione paralleli ma complementari, attraverso i quali sarebbe più facile mettere in atto tutte quelle manovre destinate al raggiungimento degli obiettivi finali. Uno di questi è il Mercato Unico dei Capitali.<sup>50</sup> Gli Stati Membri sono tenuti a eliminare gli ostacoli che si presentano all'attuazione di questo proposito, quali le restanti barriere transfrontaliere, la scarsa interconnessioni delle reti d'informazioni tra operatori del mercato, mancata uniformità regolamentare dovuta al rimando alle fonti normative nazionali per

---

<sup>50</sup> La Commissione Europea, a tal proposito, ha varato recentemente il *Single Market Act I e II*, rispettivamente nell'Aprile 2011 e nell'Ottobre 2012.



alcune tipologie di investimenti. Parallelamente, le nuove forme di regolamentazione devono essere già in primo livello esaustive e *antigoldplating*,<sup>51</sup> al fine di eliminare i ritardi nei recepimenti e l'arbitraggio regolamentare manifestatosi in molti settori da armonizzare.

Altro obiettivo parallelo e conseguente è la crescita dell'economia reale attraverso lo sviluppo e la salvaguardia delle piccole e medie imprese. Come si evince dalla relazione annuale del 2015 della Commissione,<sup>52</sup> la direzione su cui gli Stati membri devono insistere è l'incremento degli investimenti sia pubblici che privati, attraverso l'ambita unione del mercato bancario “per rafforzare la stabilità finanziaria della zona euro”; altro elemento fondamentale è l'unione del mercato dei capitali “in modo che le imprese abbiano accesso a fonti di finanziamento maggiori e più diversificate e il settore finanziario possa offrire pieno sostegno all'economia reale”.

Europa 2020 inquadra dunque uno dei principali obiettivi economici, scopo delle normative europee: creare un mercato unico dei capitali da cui possano trarre beneficio anche le PMI, al fine di procurarsi fondi in modi diversi da quelli tipici bancari. Il discorso presenta molti spunti interessanti oggetto di discussione e critica, che verranno affrontati nel capitolo seguente.

---

<sup>51</sup> Si tratta di un fenomeno normativo dannoso per l'armonizzazione legislativa: una “perturbazione” normativa che si propaga in seguito a successive correzioni in materia, che comportano recepimenti plurimi e tardivi da parte delle normative nazionali. V. Stefano Battini, G. V. (2008). *I limiti globali ed europei alla disciplina nazionale dei servizi*. Giuffrè Editore.

<sup>52</sup> La relazione è redatta ogni anno dalla Commissione Europea per valutare lo stato degli obiettivi nel contesto europeo e in ogni singolo Stato membro, e indicare i settori su le normative devono concentrarsi.

## 2.2. Il Regolamento UE 2015/760 del Parlamento Europeo e del Consiglio

Il Regolamento UE 2015/760 redatto in data 29 aprile 2015, contestualizzato nella disciplina dei Fondi di Investimento Alternativi, specifica che gli ELTIF, per definizione, rientrano nei cosiddetti FIA UE, gestiti da operatori autorizzati (GEFIA UE). Il testo pone *in primis* l'accento sull'importanza che tali fondi devono assumere nel contesto finanziario, sottolineando quanto questi debbano ricoprire un ruolo che va ben oltre la semplice alternativa ai più noti investimenti a medio e lungo termine. Al primo considerando, infatti, è sottolineato che “il finanziamento a lungo termine costituisce uno strumento fondamentale per incanalare l'economia europea su un percorso di crescita intelligente, sostenibile e inclusiva”. Si pongono le basi per quello che è il fine ultimo di Europa 2020: costruire l'economia del futuro, caratterizzata da bassi rischi sistemici e maggior resilienza.<sup>53</sup> Nello stesso considerando, inoltre, si sottolinea che gli ELTIF possono essere dei validi metodi alternativi di finanziamento a PMI e società non quotate, che difficilmente riescono a trovare liquidità<sup>54</sup> in un periodo in cui i *buffer* anticiclici proposti da Basilea III si sono rivelati un'arma a doppio taglio per l'economia reale.

---

<sup>53</sup> In finanza, per *resiliency* si intende la velocità con cui uno strumento finanziario, ma anche un sistema economico, torna al suo livello di partenza in seguito a uno shock esogeno.

<sup>54</sup> Nonostante la natura degli ELTIF possa sembrare non tanto liquida rispetto agli investimenti mobiliari tipici, assicura una certa regolarità dei flussi di cassa.

Il Consiglio dell'Unione europea sottolinea inoltre che nell'eventualità di ritardi della normativa nazionale in materia, o di recepimenti divergenti, da sempre ostacolo al mercato unico dei capitali, è da considerarsi base per la regolamentazione l'art. 114 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea<sup>55</sup>. Il regolamento, in ogni caso, cerca di essere il più esaustivo possibile nel delineare i principi guida, affrontando da subito tutte quelle tematiche che, nell'esperienza legislativa europea, hanno da sempre rappresentato ambiguità interpretative. Sin dai primi considerando, si sottolinea la caratteristica principale degli ELTIF, ossia l'orizzonte d'investimento di lungo termine. In tal senso, al considerando n.23, si definisce implicitamente che il tipo di investimento ideale è quello definito "paziente", l'unico in grado di fornire quell'incontro tra la necessità di finanziamento di un'impresa che non riesce a ottenere fondi a lungo termine, e un investitore interessato alla regolarità e all'utilità del suo risparmio, più che a rendimenti immediati. Questi tipi di fondi sono indubbiamente destinati a quegli investitori che preferiscono adottare strategie *Value*, caratterizzate da rendimenti fruttiferi a lungo termine. Per questo motivo, al considerando n.29, è specificato che per assicurare sufficiente liquidità e costanza nel tempo della raccolta di capitali, ma anche per offrire "supplemento di rendimento agli investitori" che intendono liquidare le proprie quote, ai gestori ELTIF deve essere permesso di

---

<sup>55</sup> L'articolo dispone l'iter giuridico di recepimento delle normative comunitarie, intitolato "Ravvicinamento delle Legislazioni". In particolare si concentra sulle modalità attraverso cui uno Stato membro può derogare la direttiva comunitaria, tramite numerosi oneri giuridici.

contrarre prestiti in contante<sup>56</sup> fino a un importo pari al 30% del valore del capitale del fondo. La tematica del rimborso quote è altresì dettagliatamente affrontata dal regolamento, specificando che sebbene la politica di un ELTIF non dovrebbe prevedere politiche di rimborso, non è impedita la compravendita di quote o azioni su mercati secondari regolamentati.<sup>57</sup> Si tratta comunque di una “raccomandazione” da parte del Consiglio,<sup>58</sup> per cui non è impedita la possibilità di offrire rimborsi periodici, anche se non in linea con la natura di questi fondi particolari, purché tale politica sia ben descritta nell’atto costitutivo del regolamento del fondo. La trasparenza dei comportamenti, delle informazioni, e la buona *governance*, infatti, sono fulcro delle disposizioni del regolamento. Gli ultimi considerando delineano alcuni aspetti che, nel recepimento nazionale di ogni Stato, devono avere carattere obbligatorio. Tra i più importanti è opportuno ricordare il n.44, relativo alla conoscenza da parte della SGR dell’investitore in merito alla la situazione finanziaria, la propensione al rischio e tutte le altre informazioni che rendono questo particolare strumento adatto al cliente; il n.46, che obbliga la società a effettuare ogni tipo di test di idoneità del cliente<sup>59</sup> e

---

<sup>56</sup> Non è permesso, tuttavia, contrarre prestiti in valuta differente rispetto a quella usata per acquistare le attività del fondo.

<sup>57</sup> Si tratta di una delle tematiche più delicate per quanto riguarda la disciplina degli ELTIF. Il legislatore intende assicurare comunque opportunità di *capital gain* a chi non fosse interessato all’intera durata dei fondi, ma senza destabilizzarne il capitale.

<sup>58</sup> Si tratta del considerando n.35. Il termine “raccomandazione”, nel linguaggio giuridico finanziario, indica un particolare tipo di *soft law*. Suggesta da un’autorità del settore, sancisce le linee guida per un determinato comportamento da seguire in ambiti specifici. Il carattere non coercitivo non impedisce il recepimento sulla platea di destinatari, comportando sanzioni reputazionali in caso non venga seguita.

<sup>59</sup> La Finanza comportamentale è una disciplina fondamentale in ambito bancario e finanziario, attualmente oggetto di studio e ricerca, in quanto comprendere questa disciplina rappresenta la

accompagnarlo attraverso una consulenza adeguata in materia di investimenti. È da sottolineare quanto il regolatore europeo si sia interessato alla tutela dell'investitore, poiché sottintende l'intenzione di estendere il fondo non solo agli investitori istituzionali, ma a un'ampia gamma di clienti *retail*. Per questo motivo è previsto che la commercializzazione degli ELTIF deve essere preceduta dalla pubblicazione di un prospetto che contenga “tutte le informazioni necessarie per consentire agli investitori di effettuare una valutazione informata sull'investimento loro proposto e, in particolare, sui relativi rischi”, accompagnato dal già citato KIID (solo per i clienti *retail*). L'importanza della trasparenza dell'informazione è dettata dalla volontà di rendere le quote del fondo ELTIF facilmente negoziabili in mercati regolamentati anche secondari, allo scopo di incentivare questa tipologia di investimento di natura illiquida.<sup>60</sup> È pacifico che la volontà di estendere questo tipo di investimenti ai clienti al dettaglio deve essere soggetta a presidi e garanzie per evitare una situazione di svantaggio rispetto ai clienti professionali, quali la valutazione preventiva dell'idoneità dell'investimento per ogni cliente<sup>61</sup>, la predisposizione di strumenti per sottoscrizione, rimborso e pagamenti, nonché

---

chiave per una corretta profilatura del cliente. Per ulteriori approfondimenti, Rigoni, U., & Gardenal, G. (2016). *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*. Giappichelli Editore.

<sup>60</sup> A tal proposito, in base al considerando n.34, “ (...) nulla dovrebbe ostare a che un ELTIF chieda l'ammissione delle sue quote o azioni a un mercato regolamentato o a un sistema multilaterale di negoziazione, offrendo così agli investitori un'opportunità di vendere le proprie quote o azioni prima della fine del ciclo di vita dell'ELTIF. (...), né impedire agli investitori di trasferire liberamente quote o azioni a terzi che siano disposti ad acquistarle. L'obiettivo è quello di promuovere i mercati secondari come importante piattaforma di negoziazione per gli investitori al dettaglio per l'acquisto e la vendita di quote o azioni dell'ELTIF”.

<sup>61</sup> Si consideri che il Regolamento prevede che, in caso di durata ultradecennale, il gestore ha l'obbligo di informare per iscritto i clienti circa la presunzione di incapacità di sostenere un simile impegno illiquido.

meccanismi appropriati per gestione di reclami e informazioni. In aggiunta, sempre in caso di vendita presso clienti *retail*, anche il *servicer* deve essere in possesso di requisiti particolari: deve essere “un istituto soggetto a regolamentazione prudenziale e vigilanza continua”,<sup>62</sup> non deve essere autorizzato all’esonero di responsabilità né all’obbligo di non utilizzo dei degli attivi tenuti in custodia per conto dei clienti del fondo. Tutte queste restrizioni si intendono accompagnate a obblighi di consulenza per tutta la durata dell’investimento.

### ***2.2.1. Caratteri distintivi degli ELTIF***

Ai sensi del regolamento UE 2015/760, gli ELTIF risultano dettagliatamente descritti nei *topic* distintivi, utili per creare una ben definita categoria di fondi, in modo da esaltarne le differenze con altri simili, e per inquadrare esattamente il contesto in cui andranno a impattare. *In primis* l’accezione di “fondo alternativo” non lascia spazio interpretativo in merito alle norme generali da utilizzare come fonte normativa. L’aggettivo *European*, non si limita a rimarcare il concetto di “europeo” e in quanto tale armonizzato, ma vuole esprimere la volontà di prevedere il convoglio di capitali nazionali anche nei confronti di “Paesi terzi”, a beneficio dell’economia reale europea, forse l’unico tassello mancante per realizzare l’anelato mercato unico dei capitali. Il considerando n.9, inoltre, specifica che l’ambito di applicazione della normativa ELTIF è limitato alla dimensione europea, sottintendendo che è esclusa, riguardo ai paesi terzi, la

---

<sup>62</sup> Direttiva UCITS, art.23, comma 2.

possibilità di entrata nel panorama comunitario per FIA e GEFIA non UE. A supporto di questa volontà di valorizzazione della dimensione europea, come sancito all'art. 36 del suddetto regolamento, e come rimarcato dalla circolare 69/2015/C di Assogestioni, la Commissione, dopo aver analizzato e razionalizzato le domande di finanziamento che gli ELTIF rivolgono alla Banca Europea per gli Investimenti<sup>63</sup> per conto delle imprese oggetto dei loro *asset*, ha previsto che gli ELTIF fungano da “veicolo mediante cui la BEI può convogliare i suoi finanziamenti a favore delle infrastrutture o delle PMI europee”. Il provvedimento è accompagnato da precisi obblighi di trasparenza al fine di rendere noto il Paese di destinazione dell'investimento.

La caratteristica tipologica più importante, che rende di fatto gli ELTIF innovativi nel panorama finanziario, è il “lungo termine”. Secondo il Regolamento, gli atti costitutivi e il regolamento interno devono indicare chiaramente la data specifica per la fine del ciclo di vita del fondo, calcolata in base alla natura illiquida degli oggetti dell'investimento e al loro ciclo di vita economico. Non è escluso che un gestore possa estendere o diminuire la durata, se giustificata dal perseguimento della sana e prudente gestione e di una maggiore flessibilità.<sup>64</sup>

Altro importante *topic* relativo alla natura del fondo è dettato dal Regolamento, in cui è previsto che gli ELTIF siano istituiti come fondi in forma “chiusa”, vietando

---

<sup>63</sup> Istituita nel 1958, la BEI fornisce finanziamenti per progetti che contribuiscono a realizzare gli obiettivi dell'UE, sia in ambito comunitario che extracomunitario.

Fonte: <http://www.eib.europa.eu/index.htm?>

<sup>64</sup> Si consideri il caso in cui l'investimento sia composto in infrastrutture o progetti. È plausibile un ritardo nella realizzazione, che deve dunque riflettersi sulla durata economica del fondo.

con rare eccezioni la possibilità di chiedere il rimborso delle quote prima della fine del ciclo di vita del fondo.<sup>65</sup> In merito alla forma giuridica che possono assumere, il considerando n.13 sancisce che, trattandosi di FIA UE, un ELTIF può assumere una tipologia di natura che non conferisce personalità giuridica; in tal caso, tutte le disposizioni ad agire rivolte al fondo, si intendono rivolte al gestore.

### **2.2.2. Autorizzazioni all'attività**

La disciplina delle autorizzazioni all'attività è spiegata negli articoli 5, 6 e 7 del Regolamento UE 2015/760. L'*iter* procedurale, descritto all'art.5, par.1, inizia con la domanda di autorizzazione come gestore di ELTIF da presentare all'autorità competente,<sup>66</sup> contenente informazioni chiave quali: a) il regolamento e gli atti costitutivi del fondo; b) informazioni sull'identità del gestore preposto; c) informazioni sull'identità del *servicer* preposto; d) una prima descrizione delle informazioni da fornire agli investitori. Al paragrafo 2 dell'art.5, è specificato che “solo un GEFIA UE, autorizzato a esercitare dalla direttiva AIFM, può presentare domanda per la gestione di un ELTIF per il quale è stata già inoltrata una richiesta di autorizzazione a norma del paragrafo precedente”. La domanda “a gestire” deve contenere informazioni maggiormente dettagliate rispetto alla precedente, quali: l'accordo scritto concluso col *servicer*; informazioni riguardanti la gestione del

---

<sup>65</sup> Come si vedrà in seguito, queste limitazioni sono compensate dalla possibilità di agire sul mercato secondario, qualora un investitore necessiti di liquidazione anticipata.

<sup>66</sup> Per stabilire l'autorità competente, si fa riferimento all'art. 4, par.1, lettera h) della direttiva AIFM, in cui si definisce: “«autorità competenti del FIAUE», le autorità nazionali dello Stato membro alle quali leggi o regolamenti conferiscano il potere di esercitare la vigilanza sui FIA.”



rischio, l'amministrazione e le strategie d'investimento. Il paragrafo 5 dello stesso articolo affronta anche la situazione in cui non sia necessaria la domanda a gestire; ad esempio, se un FIA UE ha una forma giuridica tale da permettere la gestione interna (e quindi non affidata a un GEFIA esterno), è prevista deroga ai paragrafi 1 e 2, fermo restando che la domanda di autorizzazione all'attività è contestuale a quella a gestire, e deve contenere il regolamento, gli atti costitutivi del fondo e le informazioni preliminari per gli investitori, in aggiunta a tutta la restante documentazione prevista dall'art.7, commi 2 e 3 della AIFMD.<sup>67</sup>

Le autorità competenti hanno due mesi per comunicare il rilascio o meno dell'autorizzazione, salvo il caso in cui il FIA è gestito internamente. In quest'ultimo caso il tempo di rilascio dell'autorizzazione è prorogato a tre mesi. In questo periodo, le autorità competenti devono accertare che il FIA UE sia in grado di rispettare il regolamento ELTIF in tutte le sue disposizioni, e approvare la domanda a gestire, il regolamento del fondo, gli atti costitutivi e la scelta del

---

<sup>67</sup> Art. 7, commi 2 e 3 AIFMD: informazioni relative al GEFIA:

- a) informazioni sulle persone che conducono di fatto l'attività del GEFIA;
- b) informazioni sull'identità degli azionisti o dei soci del GEFIA di FIA, diretti o indiretti, persone fisiche o giuridiche, che detengono partecipazioni qualificate, nonché gli importi delle partecipazioni;
- c) un programma di attività che delinei la struttura organizzativa del GEFIA, ivi comprese informazioni sul modo in cui il GEFIA intende conformarsi agli obblighi cui è tenuto (...);
- d) informazioni in materia di politiche e prassi remunerative ai sensi dell'articolo 13;
- e) informazioni sulle modalità adottate per delegare e subdelegare a terzi le funzioni di cui all'articolo 20.

Il comma 3 prevede le informazioni sui FIA che si intende gestire: a) informazioni sulle strategie d'investimento, (...) b) informazioni sul luogo in cui il FIA di destinazione è stabilito, se il FIA è un FIA di alimentazione; c) il regolamento o i documenti costitutivi di ogni FIA che il GEFIA intende gestire; d) informazioni sulle disposizioni adottate per la nomina del depositario in conformità dell'articolo 21 per ciascun FIA che il GEFIA intende gestire; e) eventuali informazioni supplementari di cui all'articolo 23, paragrafo 1, per ciascun FIA che il GEFIA gestisce o intende gestire.

depositario. Casi di mancato rilascio dell'autorizzazione possono avvenire in contesti di non conformità alla direttiva AIFM e di incompletezza della documentazione fornita. A confermare la volontà del legislatore di assicurare il più possibile uniformità normativa nei vari Stati membri, già nelle disposizioni di primo livello all'art.6, paragrafo 6, è previsto il divieto di presentare una domanda respinta presso l'autorità competente di altri Stati membri. Al paragrafo successivo è invece specificato che "l'autorizzazione a operare come ELTIF non è subordinata al fatto che il fondo stesso sia gestito da un GEFIA UE autorizzato dallo Stato membro d'origine dell'ELTIF, né che il GEFIA UE eserciti o deleghi eventuali attività nello Stato membro di origine dell'ELTIF". La decisione del legislatore di inserire questi due paragrafi trova riscontro nella volontà di creare i presupposti affinché le autorità di vigilanza dei vari Stati membri comunichino assiduamente e abbiano accesso a un set di informazioni comune, al fine di evitare arbitraggi regolamentari causati dalla poca trasparenza dell'informazione.

### ***2.2.3. Investimenti ammissibili e politiche d'investimento***

Il capo II del Regolamento ELTIF, intitolato "obblighi relativi alle politiche d'investimento", rappresenta la base per comprendere appieno come questa nuova tipologia di fondi comuni rappresenti allo stesso tempo alternativa valida ai tipici fondi d'investimento, ma anche un motore per l'economia reale. L'analisi da effettuare è sugli articoli dal 9 al 17 del Regolamento.

Il primo paragrafo dell'art. 9, dispone senza possibilità di interpretazione che le categorie di attività in cui un ELTIF può investire sono quelle ammissibili previste dal regolamento all'art.10, e tutte quelle attività elencate all'art.50, par.1, della direttiva UCITS. Il secondo paragrafo, invece, sancisce le attività che un ELTIF non può svolgere: assunzione di posizioni *short*, in *commodity*,<sup>68</sup> creditorie o di *repurchase agreement* superiori al 10% delle attività del fondo; negoziazione di derivati, salvo per strategie di *hedging* inerenti agli altri investimenti del fondo.

Il tema dell'ammissibilità di strumenti derivati in un fondo che si pone come investimento a lungo termine, e dunque "sicuro" per un'ampia gamma di risparmiatori, è molto delicato. Per questo motivo, il legislatore non si limita a derogare il divieto in caso di strategia di copertura, ma al fine di assicurare uniformità interpretativa e "coerente applicazione" dell'articolo in questione, indica l'ESMA come autorità tecnica per l'elaborazione delle norme e dei criteri per stabilire i casi in cui è permesso usare i derivati come strumenti di copertura dei rischi inerenti agli investimenti ammessi al fondo. A tal proposito, l'8 giugno 2016 è stato pubblicato il "*Draft regulatory technical standards under the ELTIF Regulation*<sup>69</sup>", che affronta e spiega gli aspetti normativi e tecnici oggetto di maggiore criticità al momento dell'applicazione della normativa. In particolare, riguardo l'utilizzo dei derivati, le consultazioni hanno evidenziato malessere nei

---

<sup>68</sup> L'assunzione di posizioni in merci non è consentito neppure per mezzo di strumenti derivati, certificati rappresentativi delle stesse, indici basati su esse o qualsiasi altro strumento che possa generare un'esposizione verso esse.

<sup>69</sup> Si tratta del report ESMA/2016/935, che riporta tutte le consultazioni avvenute tra l'ESMA e gli *asset managers* comunitari, investitori istituzionali e associazioni di categoria, seguite dai conseguenti responsi dell'autorità in materia.

confronti dell'approccio IFRS<sup>70</sup> con cui si contabilizzano tali titoli, a questi veniva riconosciuta la sola funzione speculativa e dunque erano considerati *held for trade*,<sup>71</sup> col fine di disincentivare i fondi all'utilizzo di tali strumenti. Gli *asset managers*, invece, hanno evidenziato quanto questo metodo di disincentivo comportasse, *de facto*, l'impedimento per i fondi di utilizzare i derivati con le finalità per cui sono nati, ossia l'*hedging*. In questo modo, i fondi possono negoziare e dunque iscrivere tali strumenti come "coperture" di altre posizioni finanziarie rischiose, scorporando dunque l'accezione speculativa.<sup>72</sup> Le consultazioni risultano discordi per quanto riguarda il calcolo del valore dei derivati con scopo di copertura. Gli approcci suggeriti sono molteplici. Quello indicato nel Regolamento delegato 149/2013 della Commissione Europea nel capo VIII, in cui si definiscono i criteri di mitigazione del rischio in contratti non compensati mediante CCP, manca però di norme tecniche. Il metodo suggerito dalla *Eligible Assets Directive*,<sup>73</sup> per cui le SGR possono adottare due metodi per calcolare l'esposizione complessiva ai derivati: "metodo degli impegni", pari alla

---

<sup>70</sup> Gli *International Financial Reporting Standards* emanati dallo IASB (*International Accounting Standards Board*) hanno l'obiettivo di uniformare le scritture contabili internazionali, al fine di creare trasparenza dell'informazione e corretta gestione. Nel caso specifico, ci si riferisce allo IAS 39, che sancisce i metodi di scrittura contabile dei titoli derivati.

<sup>71</sup> Secondo gli IFRS, i titoli rientranti nella categoria *held for trade*, sono scritti al *fair value* con imputazioni delle variazioni a conto economico. Vedi Iannucci, A. *Fondazione Nazionale Commercialisti*. Tratto da <http://www.fondazionenazionalecommercialisti.it>

<sup>72</sup> Lo IAS 39 prevede due tipologie differenti di copertura: *fair value hedge* (compensazioni delle variazioni di valore del sottostante con variazioni di identico valore del derivato); *cash flow hedge* (il sottostante è rappresentato da un flusso di cassa previsto).

<sup>73</sup> Si tratta della Direttiva 2007/16/CE, che implementa la UCITS in alcune tematiche critiche dal punto di vista interpretativo, e fornisce approcci di calcolo per quanto riguarda la scelta di alcuni tipi di investimenti. V. Moloney, N. *EU Securities and Financial Markets Regulation*. Oxford University Press.

somma tra gli impegni del fondo in derivati e le rischiosità in derivati OTC della controparte non regolati da CCP, e il “metodo dei modelli interni”, secondo cui un gestore può calcolare l’esposizione al rischio in derivati tramite modelli implementati internamente e approvati da Banca d’Italia. Ultimo approccio proposto in sede di consultazioni, è quello suggerito dal CESR nel report “*CESR’s Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS*” redatto il 28 luglio 2010. Confermato in sede di pubblicazione definitiva post consultazioni dall’ESMA, il metodo proposto dall’ESMA si basa sulla scelta da parte del gestore di valutare i derivati secondo *Commitment Approach* o tecnica del *Value at Risk*.

Dopo aver specificato le modalità permesse di utilizzo dei derivati, il Regolamento ELTIF, all’art.10 definisce quali sono gli investimenti da considerarsi “ammissibili”: strumenti rappresentativi di *equity* o *quasi-equity*<sup>74</sup> emessi da un’impresa e acquisiti dall’ELTIF anche tramite mercato secondario; strumenti di debito emessi da un’impresa; prestiti concessi dall’ELTIF a imprese con scadenze inferiori al ciclo di vita del fondo. È prevista la possibilità di acquistare quote o azioni di uno o più ELTIF, EuVECA e EuSEF<sup>75</sup>, purché questi non abbiano

---

<sup>74</sup> Si tratta di particolari strumenti ibridi rappresentativi di debito, su cui possono essere iscritte opzioni relative ai dividendi o a tassi di interesse flessibili, o che possono non essere garantiti. In tempi recenti sono diventati di conoscenza pubblica per via delle obbligazioni subordinate emesse da alcune banche italiane, e non rimborsate al momento di default poiché non garantite.

<sup>75</sup> Gli European Venture Capital Funds e European Social Entrepreneurship Funds rappresentano, insieme agli ELTIF, i fondi alternativi a supporto dell’economia reale e sociale europea. I primi investono a lungo termine esclusivamente in start-up innovative, i secondi investono in infrastrutture, progetti sociali e in imprese a impatto sociale che non hanno come

investito più del 10% del loro capitale in ELTIF. Il Regolamento, in accordo con la volontà di finanziamento dell'economia reale, prevede la possibilità di acquisire partecipazioni dirette o indirette in singole attività reali, purché l'investimento abbia un valore complessivo di 10 milioni di euro.

Ogni qualvolta l'articolo definisce un investimento ammissibile emesso da un'impresa, intende che questa sia a sua volta "ammissibile" al portafoglio del fondo. L'art. 11 definisce ammissibili tutte quelle imprese che non siano finanziarie<sup>76</sup> e che non siano ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione, fatta eccezione per quelle ammesse ma con capitalizzazione di mercato inferiore a 500 milioni di euro. L'impresa, inoltre, deve risultare stabilita in uno Stato membro o terzo che non sia indicato dalla *Financial Action Task Force* come Paese ad alto rischio finanziario o non collaborativo in materia di trasparenza dell'informazione fiscale.<sup>77</sup>

La sezione 2 del Regolamento prevede "disposizioni in materia di politiche d'investimento". L'art. 13 prevede che il fondo deve investire almeno il 70% del suo capitale in attività ammissibili. Il limite cessa di essere applicato quando

---

scopo la massimizzazione del profitto. V. D'Apice, R. (2016). *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*. Il Mulino.

<sup>76</sup> Fatta eccezione per le imprese finanziarie che finanziano unicamente le imprese ammissibili di cui al paragrafo 1 dello stesso articolo.

<sup>77</sup> Si riferisce a quei Paesi che non rispettano le norme del modello di convenzione fiscale sui redditi e sul patrimonio redatto dall'OCSE. OECD-OCSE. (2004). *Modello di convenzione fiscale sui redditi e sul patrimonio*. (G. Maisto, Trad.) Parigi.

La F.A.T.F. si occupa principalmente di controllo delle manovre che possono finanziare criminalità e terrorismo. OECD (2004), *The Financial War on Terrorism A Guide by the Financial Action Task Force*.

l'ELTIF raccoglie o diminuisce capitale e, ovviamente, al termine del ciclo di vita quando liquida le quote degli investitori.

Come già accennato, gli ELTIF devono risultare attrattivi per gli investitori, in un periodo in cui la misura dell'attrazione di uno strumento finanziario si misura più con la "sicurezza" che con il rendimento elevato. La sana e prudente gestione come *ratio* legislativa in materia di politiche di investimento, è percepita nel momento in cui si prevedono disposizioni in tema di composizione, diversificazione e concentrazione del portafoglio del fondo. Questo, infatti, non può investire più del 10% del capitale in strumenti emessi da una singola impresa ammissibile o, come già accennato, in prestiti erogati alla stessa; non può investire più del 10% in una singola attività reale, direttamente o indirettamente.<sup>78</sup>

Riguardo alla concentrazione di investimenti in portafoglio, i paragrafi dell'art.15 sanciscono il divieto di acquisire più del 25% della quote o azioni di un altro ELTIF, di un EuVECA o EuSEF. Per tutte le altre attività si applicano i limiti di concentrazione previsti all'art.56, par.2 della Direttiva UCITS<sup>79</sup>. Altro limite prudenziale è quello relativo all'assunzione di prestiti in liquidità, fissato al 30% del capitale del fondo e se finalizzato a investire in attività ammissibili. Importante

---

<sup>78</sup> Al paragrafo 5 dello stesso articolo è prevista deroga alla limitazione in attività reali: è possibile aumentare il limite a 20%, a condizione che il valore aggregato delle attività detenute in singole imprese e in singole attività reali non superi il 40% del capitale totale.

<sup>79</sup> Art. 56, par.2 UCITS "Un OICVM non può acquistare più del: a) 10 % di azioni senza diritto di voto di uno stesso emittente; b) 10 % di obbligazioni di uno stesso emittente; c) 25 % di quote di un unico OICVM o altro organismo di investimento collettivo ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 2, lettere a) e b); o d) 10 % di strumenti del mercato monetario di un unico emittente. I limiti di cui alle lettere b), c) e d) possono non essere rispettati all'atto dell'acquisto se in quel momento non è possibile calcolare l'importo lordo delle obbligazioni o degli strumenti del mercato monetario o l'importo netto dei titoli emessi.

è il divieto imposto all'art.16, lettera b), che sancisce il divieto di ricorso alla leva finanziaria per erogare finanziamenti.<sup>80</sup>

#### ***2.2.4. Ciclo di vita di un ELTIF. Rimborsi e negoziazioni delle quote.***

Data la natura illiquida degli *asset* a lungo termine oggetto di investimento degli ELTIF, è impedita la richiesta di rimborsi periodici prima della data di fine del ciclo di vita del fondo, che deve essere chiaramente indicata nel regolamento interno e negli atti costitutivi, assieme alle modalità con cui è possibile richiedere la liquidazione a partire dal giorno seguente quella data. Il ciclo di vita deve essere coerente con la natura illiquida e la durata degli investimenti proposti, e dunque pari almeno alla *maturity* di ogni singolo investimento. Si rimanda all'ESMA l'elaborazione di regolamentazioni tecniche finalizzate a stabilire se la durata di un investimento è coerente con la durata del fondo. Nelle consultazioni del già citato *Draft regulatory technical standards under the ELTIF Regulation*, sono emersi numerosi pareri discordanti in merito alla durata del fondo, che unita alla conseguente impossibilità di rimborso anticipato, lo renderebbe poco attrattivo per i risparmiatori. In particolare è stato richiesto di specificare se la lunghezza di vita debba riferirsi ai singoli investimenti, o all'intenzione del gestore di continuare a investire in quei determinati *asset*. In merito a tale richiesta, l'ESMA, dopo aver ribadito quanto definito all'art. 18, par.3, in cui è specificato che l'ELTIF deve

---

<sup>80</sup> Occorre tenere presente che, a livello nazionale, è permesso a fondi comuni d'investimento e credito fare ricorso alla leva finanziaria per erogare prestiti, seppur nel rispetto di limiti che variano a seconda che il fondo sia *retail* o riservato.



avere “durata sufficiente a coprire il ciclo di vita di ognuna delle singole attività”, ha accolto il suggerimento, indicando che è lecito interpretare il Regolamento come “intenzione di investire a lungo in quell’asset” nel caso in cui la durata di quest’ultimo sia indefinita per natura. Nel Regolamento, infatti, sono già previsti i casi in cui è possibile derogare al divieto di rimborso anticipato,<sup>81</sup> per far sì che il fondo possa risultare maggiormente attrattivo. I rimborsi anticipati, dunque, non sono ammessi laddove il gestore del fondo decida di investire l’intero patrimonio in attività illiquide. Tuttavia, in base a quanto previsto all’art.22 par.3, se al termine di un investimento il fondo non reinveste la relativa liquidità maturata, può essere prevista la possibilità di rimborsare le partecipazioni *pro quota* e proporzionalmente, laddove sia nell’interesse degli investitori.

Restando in tema di attrattività del fondo, il Regolamento disciplina le negoziazioni su mercati secondari regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione. L’art.19, par.2, spiega che il regolamento interno di un fondo ELTIF non può impedire agli investitori di trasferire liberamente a terzi quote o azioni detenute. Sarà il fondo stesso, inoltre, a pubblicare periodicamente relazioni circa il valore di mercato delle proprie azioni o quote, al fine di mettere a conoscenza un investitore, interessato a vendere, se il valore del suo titolo gli permette di realizzare *capital gain*.

---

<sup>81</sup> Si tratta dell’art.18, paragrafo 2, che detta le condizioni per cui è possibile derogare il divieto. Sono casi molto particolari, quali: una politica di rimborso prevista *ex-ante* l’autorizzazione in cui si dimostra all’autorità competente la capacità di gestire adeguatamente una politica di rimborsi in presenza di investimenti poco liquidi; i rimborsi previsti non devono superare una precisa percentuale del capitale; i rimborsi devono comunque essere distribuiti in maniera proporzionale al numero di rimborsi richiesti.

Possono essere previsti casi in cui determinati investimenti generino proventi e plusvalenze. In tal caso è possibile che questi vengano distribuiti nella misura in cui non siano necessari per gli impegni futuri del fondo. Resta pacifico che gli atti costitutivi e il regolamento interno devono essere esaustivi in materia di distribuzione delle quote, rimborsi e liquidazione al termine del ciclo di vita. In merito a quest'ultimo aspetto, l'art.21 prevede che il fondo adotti un programma dettagliato per la liquidazione, da comunicare all'autorità competente "al più tardi un anno prima dalla data di fine del ciclo di vita dell'ELTIF". Il programma deve includere: una valutazione del mercato e dei potenziali acquirenti; una valutazione e il confronto di potenziali prezzi di vendita; valutazione delle attività da liquidare; calendario del programma di liquidazione.

Ulteriore fattispecie disciplinata dal Regolamento è l'emissione di nuove quote o azioni. L'art. 20, rispondendo alla volontà di salvaguardare l'investitore in ogni aspetto delle attività del fondo, non permette l'emissione di nuove quote o azioni "a prezzi inferiori al valore patrimoniale netto, senza aver prima offerto allo stesso prezzo le quote o azioni agli attuali investitori".

### 2.3. Commercializzazione

L'articolo 31 del Regolamento ELTIF prevede che le quote o le azioni del fondo siano commercializzate sia presso investitori istituzionali che investitori al dettaglio, in Stati membri di origine o Stati membri diversi, previa notifica ai sensi degli articoli 31 e 32 della direttiva 2011/61/UE (AIFM). Il gestore ha l'obbligo di notificare all'autorità di vigilanza se intende destinare il fondo a clienti *retail*. Elemento centrale della normativa relativa alla commercializzazione, sono le informazioni da comunicare, in accordo con la volontà di creare un sistema di controllo basato sulla trasparenza e la *best practice*. Per assicurare maggior tutela, infatti, il Regolamento prevede, agli artt. 26 e ss., obblighi maggiori proprio nel caso di vendita al dettaglio di quote ELTIF. Si tratta di adempimenti informativi riguardanti procedure di commercializzazione, conformità a regole di buona *governance*, disposizioni in materia di diritto di ripensamento e trattamento dei reclami.<sup>82</sup> Inoltre, in merito alla procedura di commercializzazione transfrontaliera di un ELTIF, è obbligatorio mettere a disposizione del cliente *retail* strumenti chiari per sottoscrizioni, pagamenti, riacquisti o rimborsi. L'art. 27 prevede l'obbligo per il gestore di adottare e applicare una specifica formula di valutazione interna per misurare il valore del fondo prima di commercializzarlo presso

---

<sup>82</sup> All'art.30, par. 7, è specificato che il gestore, nel caso di commercializzazione transfrontaliera, deve mettere a disposizione strumenti che consentano di presentare reclami nella lingua ufficiale del proprio Stato membro.

investitori *retail*.<sup>83</sup> A tali doveri, si aggiunge quello di valutare se il fondo è effettivamente adeguato per una commercializzazione al dettaglio, utilizzando come metro la durata del ciclo di vita e la strategia d'investimento e informare chiaramente l'investitore circa queste informazioni. Il Regolamento ELTIF prevede anche obblighi di adeguata verifica dell'idoneità del cliente, per cui il gestore è tenuto a informarsi e prendere atto circa la conoscenza e l'esperienza nei settori pertinenti agli investimenti del fondo, nonché la capacità finanziaria di farsi carico delle eventuali perdite.<sup>84</sup> Come accennato all'inizio del capitolo, in carico al gestore ci sono anche doveri riguardanti il rapporto duraturo con l'investitore *retail*. Per questo motivo, all'art.30, è specificato che l'SGR deve fornire una costante consulenza in materia di investimenti, avvalendosi anche del depositario. A sottolineare, inoltre, quanto l'attenzione del legislatore sia rivolta alla salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario, mostrando come operando in ottica prudenziale si riesca a perseguire la stabilità del sistema finanziario, l'art.30, par. 3, impone limiti di investimenti al risparmiatore. Il gestore, pur andando contro i suoi interessi in termini di profittabilità del fondo, assicura a quei clienti che versano meno di cinquecentomila euro nell'ELTIF, di non aggregare più del 10% dell'importo versato in strumenti finanziari,<sup>85</sup> e comunque un minimo iniziale

---

<sup>83</sup> La fonte normativa per questa scelta procedurale è la stessa MIFID. Cfr. art. 24 della direttiva 2014/65/UE.

<sup>84</sup> Si tenga presente che il ciclo di vita di un ELTIF può superare i 10 anni, per cui la capacità dell'investitore di mantenere un simile impegno deve essere ben verificata, non solo nell'interesse del singolo cliente, ma della buona stabilità del fondo.

<sup>85</sup> Si intendono depositi in contante e tutti quegli strumenti finanziari che non rientrano nella definizione di titoli conferiti a garanzia.

pari a diecimila euro. Si noti come in questo caso, anche sul depositante gravano obblighi di trasparenza dell'informazione. Questo, infatti, è tenuto a fornire accuratamente, su richiesta del gestore o del depositario, tutte le informazioni sulla detenzione di portafogli in strumenti finanziari o di quote in altri fondi che intende conferire.

In ogni caso, contestualmente ai vari obblighi *pre*, *durante* e *post* commercializzazione, la SGR, come sancito dall'art. 31, paragrafo 4, deve presentare obbligatoriamente all'autorità di vigilanza: il prospetto dell'ELTIF, il documento concernente le informazioni chiave nel caso di commercializzazione al dettaglio e tutte quelle informazioni previste dagli artt.26 e seguenti.

## 2.4. Vigilanza e Obblighi di Trasparenza

Come già accennato nel primo capitolo, la direzione verso cui tende tanto la *ratio* normativa quanto la successiva attività di vigilanza, è quella di salvaguardare la fiducia nel sistema finanziario al fine di evitare nuovi casi di “risparmio tradito”.<sup>86</sup> Tenendo conto, dunque, della particolarità dei fondi ELTIF rispetto ad altri OICR tipici, vista anche la vasta gamma di investitori a cui sono potenzialmente rivolti, il legislatore ha previsto precisi obblighi di trasparenza delle informazioni, col fine di permettere ai risparmiatori di effettuare scelte consapevoli e ben ponderate, sulla base di informazioni chiare ed esaustive, con particolare attenzione alla matrice rischiosa dell’investimento. Il Capo IV del Regolamento, intitolato “Obblighi di Trasparenza”, esordisce chiarendo che la commercializzazione di un ELTIF è vietata senza previa pubblicazione del prospetto informativo. L’art.23, par.3, elenca i contenuti minimi del prospetto: una dichiarazione esaustiva che indica il modo in cui la strategia dell’ELTIF e gli obiettivi prefissati, che qualificano il fondo come a lungo termine; tutte le informazioni previste dalla Direttiva

---

<sup>86</sup> Il tema è molto delicato, poiché spesso il confine tra risparmiatore “tradito” e “ingenuo” è molto sottile. Nei casi storici più eclatanti, quali gli scandali Cirio, Parmalat e BOT Argentini, ma anche nei più recenti (si vedano i casi delle quattro banche del centro Italia), si può affermare che a creare la crisi è la somma di entrambe le accezioni date al risparmiatore. Se da un lato i risparmiatori rivendicano una mancata chiarificazione dei rischi che stavano assumendo, dall’altro gli operatori finanziari si difendono provando che i fogli informativi erano stati visionati prima di effettuare gli investimenti. Si potrebbe affermare che una corretta informazione avrebbe sicuramente evitato l’inconsapevolezza dei rischi per i risparmiatori, colpevoli, evidentemente, solo di non avere una cultura finanziaria adeguata per alcuni tipi di investimenti. Per una lettura critica a riguardo, Scienza, G. (2010). *Il risparmio tradito seguito da Il risparmio salvato*. Ponte alle Grazie. Si veda anche Alemanni, B. (2015). *Finanza comportamentale: Scoprire gli errori che ci fanno perdere denaro*. EGEA spa.

Prospetto;<sup>87</sup> tutte le informazioni relative alle categorie di attività ammissibili e le giurisdizioni in cui il fondo è autorizzato a investire. L'articolo non si limita a delineare i contenuti essenziali, ma suggerisce lo scopo che essi devono raggiungere, invitando dunque il gestore a considerare l'obiettivo della trasparenza nel fornire tutte le informazioni al cliente. Il paragrafo 4, infatti, stabilisce che i documenti promozionali informano “in modo chiaro e ben visibile gli investitori sulla natura illiquida dell'ELTIF”. Le informazioni che l'investitore deve poter avere chiare a disposizione, dunque, per poter scegliere consapevolmente un tipo di investimento simile, sono quelle relative alla natura di lungo termine, comprese le possibilità di estensione della fine del ciclo di vita, qualora fosse previsto; se il fondo è commercializzato anche presso la clientela *retail*; tutti i diritti di rimborso e le politiche che il fondo intende adottare in termini di liquidazione o distribuzione proventi. Nell'ottica di perseguimento della salvaguardia dell'interesse del risparmiatore attraverso sana e prudente gestione, alla lettera f) dello stesso paragrafo, è stabilito che i documenti promozionali devono “consigliare” all'investitore di versare in un ELTIF soltanto una piccola quota del proprio portafogli d'investimento complessivo, data la natura illiquida in cui verranno investiti, e devono mostrare tutti i rischi connessi alle strategie perseguite, evidenziando, qualora sia previsto, l'intenzione di utilizzare titoli

---

<sup>87</sup> Si tratta della direttiva 2003/71/CE, c.d. Direttiva Prospetto, volta a migliorare la qualità delle informazioni fornite dalle aziende che vogliono attirare investitori esterni per raccogliere capitali nell'Unione con i quali finanziare la loro crescita. Intende garantire che, qualora gli strumenti finanziari vengano offerti a tutti gli investitori comunitari, si verifichi l'adozione di standard informativi adeguati ed equivalenti in tutti i paesi dell'UE. Stabilisce, inoltre, il contenuto di tali documenti. *Unione Europea*. (s.d.). *Eur-Lex*. Tratto da <http://eur-lex.europa.eu/>

derivati come strumento di copertura, indicando il contributo al rischio complessivo apportato. In ultima analisi, secondo quanto stabilito all'art. 25, il prospetto deve indicare il livello dei diversi costi che un investitore si trova a dover affrontare, differenziati per: costi di costituzione del fondo, commissioni, gestione, distribuzione, ma soprattutto deve fornire un costo sintetico che li riassume tutti in un unico *overall costs ratio*. In seguito alle consultazioni, l'ESMA ha optato per un rinvio temporale riguardante l'analisi della *cost disclosure*, definendo come *standard* normativo di riferimento il c.d. PRIIP.<sup>88</sup> Il documento sancisce sia il *format*, sia i nuovi contenuti del già citato KIID,<sup>89</sup> ed è destinato a tutti quegli investitori al dettaglio che intendono acquistare un *packaged investment product*. È composto da non più di tre fogli, con schemi intitolati in base all'oggetto dell'informazione secondo *standard* di forma che li rendono facilmente comparabili. Il PRIIP KID deve essere periodicamente revisionato almeno ogni 12 mesi. Il Regolamento prevede che contenuti fuorvianti, imprecisi e incoerenti con gli altri documenti precontrattuali, siano motivo di azione civile nei confronti del

---

<sup>88</sup> Si tratta del *Packaged Retail and Insurance-Based Investment Products*, descritto nel Regolamento 1286/2014/UE del 26 novembre 2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati. La Commissione Europea terminerà la revisione del Regolamento PRIIP entro Dicembre 2018.

<sup>89</sup> Ad esempio, il Regolamento PRIIP prevede che uno degli schemi sia intitolato "*What are the risks and what could I get in return?*", e includa il riassunto dei rischi che il fondo assume, non solo in ottica *past*, come previsto già nel KIID della Direttiva UCITS, ma presentando i possibili scenari di rischio futuri che il fondo potrebbe imputare al proprio portafoglio.



gestore, qualora l'investitore riesca a dimostrare di aver subito perdite dovute a tali fattispecie.<sup>90</sup>

Altro documento obbligatorio previsto dal Regolamento ELTIF è la Relazione Annuale prevista all'art. 23, par. 5. È stabilito che, in aggiunta ai contenuti previsti all'art. 22 della Direttiva AIFM, la relazione deve prevedere: una dichiarazione dei flussi di cassa attesi; informazioni su investimenti in strumenti che comprendono partecipazioni in fondi iscritti nel bilancio UE;<sup>91</sup> informazioni sul valore delle singole imprese in portafoglio e degli strumenti finanziari derivati utilizzati.

I gestori inviano prospetto e relazione annuale alle autorità competenti, specificando le modalità con cui questi documenti vengono messi a disposizione dei clienti.

In un periodo in cui una frangia della letteratura giuridica imputa alle autorità di vigilanza parte della responsabilità<sup>92</sup> nei casi di risparmio tradito, il Regolamento ELTIF prevede obblighi di vigilanza precisi in capo alle autorità competenti. Queste, dal punto di vista nazionale, sono tenute a controllare, su base continuativa, che vengano rispettate tutte le disposizioni in materia di fondi d'investimento e che gli ELTIF restino conformi ai parametri e ai requisiti dettati dal Regolamento comunitario. È altresì affidato alle autorità di vigilanza il compito

---

<sup>90</sup> Cfr. WilliamFry. (s.d.). *PRIPs Regulation – Its Impact on Funds*. Tratto da William Fry, Associated: <http://www.williamfry.com/>

<sup>91</sup> Si tratta di tutti quegli investimenti che l'UE effettua come finanziamento comunitario. Cfr. Vecchi, V., Cusumano, N., & Minardi, P. (2015). *Finanziamenti comunitari 2014-2020: Strategie, gestione e rendicontazione*. EGEA spa.

<sup>92</sup> Cfr. Attanasio, F. (2010). *Prospetto informativo e responsabilità della Consob*. Edizioni scientifiche italiane.

di verificare costantemente l'adeguatezza dei meccanismi adottati dal gestore al fine di conformarsi agli obblighi ad esso imposti. Per quanto riguarda l'autorità europea, l'ESMA è responsabile della vigilanza tecnica, al fine di fornire in modo uniforme su tutto il territorio comunitario le norme tecniche che potrebbero essere oggetto di diversa interpretazione nei diversi Stati membri.

Alla luce di quanto analizzato in questo capitolo, è evidente come la normativa si sia concentrata nello specificare tutte quelle caratteristiche che delineano gli ELTIF come metodi di investimento alternativi a quelli tipici, ma allo stesso tempo validi sia dal punto di vista reddituale<sup>93</sup> sia dal punto di vista macroeconomico. Sin da subito, infatti, il Regolamento precisa che gli ELTIF si presentano come organo di investimento al servizio dell'economia reale.

Nel prossimo capitolo si analizzeranno i profili tecnici di rischio e di valutazione dei fondi di investimento, per concludere con un'analisi critica riguardo come il mondo della finanza stia reagendo alla nascita degli ELTIF.

---

<sup>93</sup> Si consideri la possibilità di negoziare le proprie quote qualora l'investimento risulti troppo illiquido per un investitore.

## CAPITOLO 3

### ELTIF: I MODELLI DI STIMA

#### 3.1. Il Panorama finanziario europeo: le nuove dinamiche di *fundmatching*

Analizzando il contesto normativo del periodo post-crisi, si può notare il vortice di regolamenti intenti ad assicurare stabilità e fiducia nel sistema finanziario, al fine di salvaguardare gli investitori, che hanno maturato nell'ultimo decennio una sempre crescente diffidenza nei confronti sia del sistema finanziario e bancario, sia degli operatori stessi. Ma a differenza delle precedenti, l'ultima crisi ha mostrato le necessità di legiferare con lungimiranza, cercando di assicurare correttezza e stabilità in un'ottica di lungo periodo. La chiave della stabilità sembra risiedere nella forte e inevitabile correlazione tra sistema finanziario e sistema economico. L'interconnessione tra due settori, che assicurano il benessere generale di uno Stato, comporta l'esigenza di creare norme che, a prescindere dall'ambito di applicazione, siano rivolte anche al settore che inevitabilmente influenzano. Il già accennato programma di Europa 2020 è parte del nuovo *Investment Plan for Europe*, redatto dalla Commissione Europea,<sup>94</sup> che ha lo scopo di promuovere l'economia reale come base per la crescita economica di ogni Stato e di

---

<sup>94</sup> Commissione Europea. Commission and its priorities. Tratto da: [https://ec.europa.eu/priorities/jobs-growth-and-investment/investment-plan\\_en](https://ec.europa.eu/priorities/jobs-growth-and-investment/investment-plan_en)

conseguenza di tutta l'Unione. È pacifico, ormai, che in non poche occasioni gran parte della responsabilità di una così forte crisi economica sia stata attribuita all'Unione Europea, vuoi per mancanza di una *leadership* in grado di indirizzare ogni Stato membro verso una direzione unitaria di crescita, vuoi per i metodi di *austerity* presentati come rimedio, ma che, di fatto, non hanno contribuito alla ripresa, ma solo alla crescita del malcontento nei confronti dell'Unione.<sup>95</sup> Il crescere di nazionalismi antieuropeisti deriva sia da fattori socio-culturali,<sup>96</sup> sia da fattori economici. Tra questi ultimi si ricordi il caso delle economie di Italia, Spagna, Irlanda e Grecia, che nell'ultimo decennio hanno evidenziato quanto il sistema finanziario non armonizzato sia pericoloso per l'economia reale. In particolare, è stato riscontrato, e confermato dalla stessa *European Banking Authority*, che i sistemi bancari europei si sono rivelati totalmente impreparati a uno *shock* sistemico della portata dell'ultima crisi, soprattutto per via dell'elevato numero di *asset* molto rischiosi detenuti, conseguenza di inappropriate applicazioni di tecniche di *risk management*.<sup>97</sup> A questo si aggiunge l'inadeguatezza con cui i singoli Stati membri e le autorità di vigilanza hanno recepito la normativa sovranazionale unitaria, contribuendo alla creazione di un'instabilità politica

---

<sup>95</sup> Cfr. Antonelli, F., Giobbi, L., Rosato, V., & Moccia, L. (2016). *L'Europa del dissenso. Teorie e analisi sociopolitiche: Teorie e analisi sociopolitiche*. Franco Angeli.

<sup>96</sup> Si vedano le correnti xenofobe e anti-immigrazione riemerse in seguito agli attacchi terroristici nell'Europa centrale, che incolpano la politica permissiva di alcuni Stati membri dell'Unione Europea in tema di immigrazione. Vedi Fondazione Internazionale OASIS. (2016, Novembre). Tra immigrazione e Islam. L'Europa si ripensa. *OASIS*, numero 24.

<sup>97</sup> European Banking Authority. (Gennaio 2016). *Risk assesment of the European Banking System*.

transfrontaliera dannosa, a prescindere che le motivazioni siano giuste o meno.<sup>98</sup>

La critica mossa dal parere internazionale, inoltre, è nei confronti dell'eccessiva dipendenza che l'economia reale europea dimostra nei confronti del sistema bancario.<sup>99</sup> Il sistema economico bancocentrico, infatti, è individuabile come la principale causa della trasformazione della crisi da finanziaria a economica. La perdita di solidità delle banche, infatti, ha provocato l'interruzione dell'afflusso di liquidità all'economia reale, provocando così un'inevitabile recessione. È opinione comune, infatti, che sebbene la crisi finanziaria sia stata avviata dall'alta finanza americana, questa abbia provocato danni “*deeper and long-term*” all'economia reale Europea, proprio a causa della diretta connessione tra solidità finanziaria ed economica.<sup>100</sup> Si è giunti, dunque, ad una situazione che è può essere definita “anoressia del credito”;<sup>101</sup> si è dunque preso atto dell'impossibilità per le banche di continuare a fornire finanziamenti all'economia reale, per scongiurare il rischio di fallimento, che comporterebbe danni ancora maggiori alla salute economica dei

---

<sup>98</sup> Cfr. Capriglione, F., & Ginevri, A. S. (2016). *Politics and Finance in the European Union: The Reasons for a Difficult Encounter*. CEDAM.

<sup>99</sup> L'Italia in particolare, è storicamente uno dei Paesi dell'Europa maggiormente dipendente dal settore bancario. Sin dagli albori del settore finanziario, infatti, gli istituti di credito sono sempre stati il principale obiettivo della normativa, tanto da farli diventare motore dell'economia stessa, con tutti gli aspetti positivi e negativi che ne derivano. Cfr. Capriglione, F. (2015). *Manuale di diritto bancario e finanziario*. (F. Capriglione, A cura di) Cedam, Capitolo 2, Sezione I. Cfr. Capriglione, F., Annunziata, F., Brescia Morra, C., Criscuolo, L., Desiderio, G., De Poli, M., et al. (2010). *L'ordinamento finanziario italiano* (II ed.). (F. Capriglione, A cura di) CEDAM, capitolo II.

<sup>100</sup> Cit. Troisi, A., & McFarlane, J. (2016). Financial Stability and Economic Growth in the new European Regulatory Framework: an Analysis of European Long-term Investment Funds. (F. Capriglione, R. M. Lastra, R. McCormick, C. Paulus, L. Reichlin, & M. Sakuramoto, A cura di) *LAW AND ECONOMICS YEARLY REVIEW*, 5, p. 84. Cfr. Langfield, & Pagano. (2015). *Bank Bias in Europe: Effects on Systemic Risk and Growth*. BCE.

<sup>101</sup> La locuzione è una citazione utilizzata per descrivere una situazione differente, ma con dinamiche e conseguenze simili: la crisi finanziaria ed economica statunitense del 1907. Cit. Bruner, R. F., & Carr, S. D. (2009). *The Panic of 1907*. John Wiley & Sons, INC.

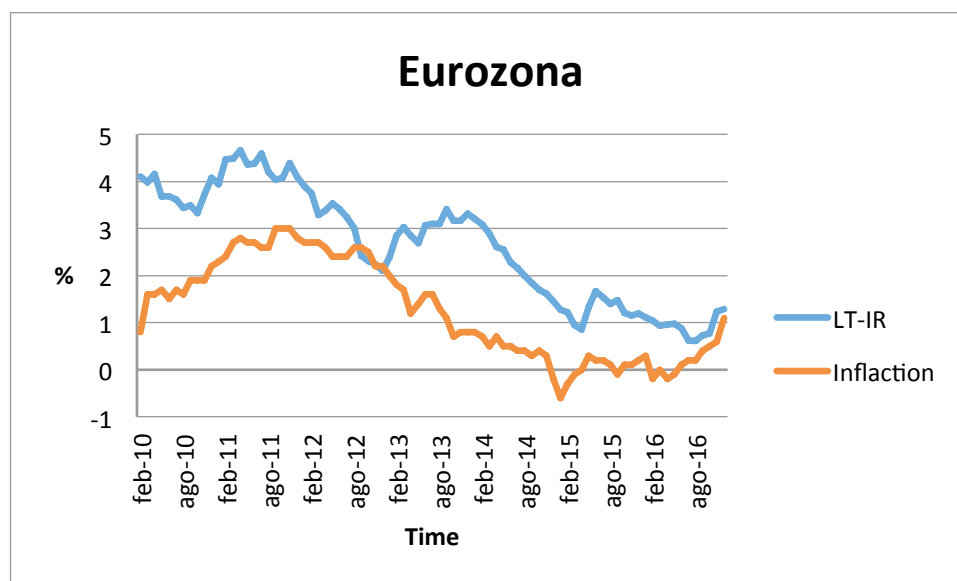
risparmiatori. Nonostante i tentativi, rivelatisi vani,<sup>102</sup> da parte delle istituzioni finanziarie, della politica, e della stessa BCE, è stato necessario definire metodi alternativi per poter invertire il *trend* negativo della crescita economica. I settori in cui si intende agire con la normativa sovranazionale sono quelli che effettivamente rappresentano le fondamenta di un sistema stabile e sono di fatto l'uno motore dell'altro: il valore aggiunto delle PMI e gli investimenti finanziari. La nuova visione dei due ambiti deve prevedere che essi siano l'uno conseguenza dell'altro non in modo univoco, bensì vicendevolmente, creando un ciclo di creazione di valore da reinvestire per crearne di nuovo, con caratteristiche *long term*. Analizzando il legame tra PMI e banche, è evidente come il rapporto non sia propriamente favorevole alle prime, ma non per via di populistici discorsi a difesa della *weak part*, bensì per la struttura di un rapporto che disincentiva la creazione di valore e mette a repentaglio la salute di un'azienda. Una PMI non può accedere al mercato dei capitali facilmente, motivo per cui vede nella banca l'unica forma di finanziamento alternativa al capitale proprio. La stretta dipendenza che esiste tra l'operatività aziendale e il capitale proprio o della banca, rende l'impresa molto sensibile al ciclo economico e alle fluttuazioni dei tassi d'interesse imposti dalla finanza europea.<sup>103</sup> Legame, quest'ultimo, che spesso si traduce in situazioni

---

<sup>102</sup> Si pensi al *Quantitative Easing*: anziché fornire alle banche la liquidità necessaria a finanziare l'economia reale, questa è stata usata per risanare il Debito Pubblico per via degli obblighi di *compliance* richiesti dall'UE.

<sup>103</sup> Cit. Troisi, A., & McFarlane, J. (2016). Financial Stability and Economic Growth in the new European Regulatory Framework: an analysis of european long-term investment funds. (F. Capriglione, R. M. Lastra, R. McCormick, C. Paulus, L. Reichlin, & M. Sakuramoto, A cura di) *Law and Economics Yearly Review*, 5.

antieconomiche. Si pensi, ad esempio, all’impatto che la politica attuata dalla BCE dei tassi d’interesse interbancari negativi,<sup>104</sup> o comunque prossimi allo zero, ha avuto sugli investimenti del settore finanziario. È nota la legge finanziaria che mette in evidenza la relazione inversa che lega il tasso d’interesse e il prezzo di un titolo. L’abbassamento dei tassi interbancari ha comportato un innalzamento dei prezzi dei titoli di investimento finanziari in un momento in cui la domanda di tali investimenti non era elevata. La conseguenza di una tale manovra è chiara: prezzi alti e rendimenti bassi impediscono la liquidazione da parte di chi già detiene tali strumenti, sia per non incorrere in *capital loss*, sia perché a quelle condizioni è difficile trovare un investitore che reputi tali investimenti attraenti.



Fonte: OECD

Il grafico mostra quanto i tassi di interesse a medio e lungo termine siano vicini al tasso di inflazione, rendendo irrisoria la differenza tra investire in un strumento

<sup>104</sup> Vedi Varoufakis, Y. (2016, agosto 22). *Economics*. Tratto il giorno febbraio 10, 2017 da Project Syndicate. The worlds opinion page: <https://www.project-syndicate.org/commentary/negative-interest-rates-reveal-politics-of-money-by-yanis-varoufakis-2016-08?barrier=accessreg>

finanziario convenzionale e tenere i propri risparmi quiescenti. Si è dunque venuto a creare un clima di immobilismo degli investimenti finanziari, cui ha contribuito la diffidenza dei risparmiatori nei confronti degli operatori di mercato, specialmente in seguito ai numerosi casi di risparmio tradito e al recepimento della direttiva 2014/59/UE.<sup>105</sup> Quest'ultimo provvedimento è stato recepito dalla clientela dei risparmiatori, forse a causa di una cattiva informazione e di una scarsa cultura finanziaria, come un ulteriore spinta ad allontanarsi dagli istituti bancari, fin ora considerato unico centro di intermediazione finanziaria. Il panorama europeo risultante è dunque una forma statica di sopravvivenza finanziaria, in cui i prestatori di fondi da un lato ricercano investimenti più rischiosi per ottenere rendimenti più elevati, rendendo pericolose le scelte commerciali delle banche, dall'altro, intimoriti dai bassi rendimenti dei loro investimenti, tendono a interrompere le spese, contribuendo al calo dei consumi generali. Si noti come una semplice analisi empirica della realtà finanziaria attuale mostri la facilità con cui tale situazione di paralisi si sia espansa all'economia reale. Le banche, vedendo diminuire drasticamente le loro possibilità di raccogliere fondi presso i risparmiatori, hanno interrotto i loro investimenti, interrompendo l'erogazione di prestiti alle imprese e alle famiglie. Inoltre, il principio di *matching* temporale che deve esistere nell'operatività di una banca tra passività e investimenti, ha fatto sì che il lungo termine cessasse di essere un orizzonte temporale disponibile tra gli

---

<sup>105</sup> Si tratta del c.d. *bail-in* di cui si è sentito parlare in occasione del fallimento delle banche dell'Italia centrale. Vedi Gaudenzi, E. S. (2016). *Il Bail In*. LuLu.com. Cfr. Rampini, F. (2016). *Banche: possiamo ancora fidarci?* Mondadori.



strumenti finanziari, sia dal punto di vista del prestatore di fondi, sia del richiedente. In questo contesto, la banca smette di svolgere la funzione di intermediazione finanziaria che da sempre la rende così importante per l'economia di uno Stato. La stessa Commissione Europea, nel *capital market union plan* del 30 settembre 2015, si pone in favore della decentralizzazione bancaria del sistema finanziario. La nascita di piattaforme indipendenti di intermediazione finanziaria favorisce la transizione da mercato bancocentrico a mercato diretto *peer-to-peer*,<sup>106</sup> quali sono il *crowdfunding* e i fondi EuVeCa e ELTIF. I fondi, in particolare, sembrano essere destinati ad essere i nuovi protagonisti dell'intermediazione finanziaria, grazie a un'operatività tale da porsi come sia come investimento remunerativo, sia come alimentatore economico, in modo da garantire la stabilità del sistema. I fondi, dunque, potrebbero essere i protagonisti dell'iniziativa più rilevante per il programma di ristrutturazione economica di Europa 2020, basato proprio sulla valorizzazione delle PMI che, a oggi, contribuiscono al creare il 58% del valore aggiunto europeo e il 67% del livello di occupazione.<sup>107</sup> È evidente la direzione di crescita da intraprendere, che rappresenta un netto cambio direzionale rispetto a quello che il contesto europeo finanziario ha mostrato fin ora. Considerare la finanza come mera creazione di denaro dal denaro si è rivelato contro produttivo,

---

<sup>106</sup> Il *peer-to-peer lending* è un prestito personale erogato da privati ad altri privati attraverso piattaforme di *social lending*, senza passare attraverso i canali tradizionali rappresentati dagli intermediari finanziari autorizzati ai sensi dell'art. 106 del Testo Unico Bancario.

<sup>107</sup> Troisi, A., & McFarlane, J. (2016). Financial Stability and Economic Growth in the new European Regulatory Framework: an analysis of european long-term investment funds. (F. Capriglione, R. M. Lastra, R. McCormick, C. Paulus, L. Reichlin, & M. Sakuramoto, A cura di) *Law and Economics Yearly Review*, 5.

se si considera il potenziale supporto che questa può fornire all'economia reale. I fondi di investimento a lungo termine, dunque, nascono per detenere in portafoglio partecipazioni e strumenti rappresentativi di debito di PMI, così da fornire un costante supporto alla salute finanziaria delle stesse, permettendo di concentrare i propri investimenti in progetti, strategie, risorse umane specializzate, senza dover basare la propria operatività sul rimborso di debiti a breve termine che, di fatto, ostruiscono le possibilità di crescita. Il valore creato dalle imprese, dunque, diventa il nuovo centro di attenzione da salvaguardare e promuovere, con la consapevolezza che l'economia reale può essere la base dell'equilibrio sociale e politico di uno Stato. La finanza deve porsi al servizio dell'economia reale, presentando le soluzioni ottimali al problema della circolazione di moneta.

### 3.2. Rischio e valore: valutazione di un fondo

Alla luce di quanto analizzato nel capitolo precedente, appare evidente che gli ELTIF siano a tutti gli effetti dei fondi comuni di investimento alternativi di tipo chiuso.

Il rendimento derivante dall'investimento in quote o azioni di fondi comuni riflette alcuni aspetti principali del portafoglio che compone il patrimonio del fondo,<sup>108</sup> in particolare l'esistenza di eventuali dividendi, i guadagni in conto capitale in caso di plusvalenze su attività vendute e gli apprezzamenti di valore delle singole attività. Riguardo la registrazione di tali variazioni sia in aumento che in diminuzione, generalmente un fondo comune effettua l'aggiornamento quotidianamente in base al valore di chiusura dell'*asset*, secondo la tecnica del *marking to market*, che meglio rispecchia la descrizione del *fair value* di un'attività. Questa tecnica risulta adeguata per perseguire scopi di sana e prudente gestione in fondi che investono in azioni, obbligazioni o comunque titoli le cui quotazioni possono essere calcolate in seguito a negoziazioni su mercati regolamentati. È evidente quanto tale tecnica sia superflua nel momento in cui ad essere aggiornate giornalmente siano le attività di un ELTIF. Se, infatti, il *fair value* di un titolo deve essere sempre tenuto in costante controllo per definirne il valore, le attività di un fondo a lungo termine non sono di natura *held for trade*, e dunque l'aggiornamento del valore degli *asset*

---

<sup>108</sup> Cfr. Saunders, A., Cornett, M. M., Anolli, M., & Alemanni, B. (2011). *Economia degli Intermediari Finanziari* (Terza ed.). McGraw-Hill.

va calcolato in base alla loro natura, poiché nella maggior parte dei casi non esiste un mercato su cui poter basare la quotazione.

In ogni caso, un gestore di fondi valuta ogni quota attraverso il NAV (*Net Asset Value*), ossia la somma del valore di mercato (VM) di ogni *asset* (*i*), diviso il numero di quote in circolazione (*n*).

$$NAV = \frac{\sum_{i=1}^n VM_i}{n}$$

Il valore che ne risulta è sia il prezzo di liquidazione, sia il prezzo di acquisto di una quota. Si noti che *n* è un numero fisso in quanto l'ELTIF è stato definito di tipo chiuso. A tal proposito, questa scelta, oltre a essere fondata sulla già discussa tematica della natura illiquida delle attività, risponde all'esigenza di mantenere il NAV dipendente, in via esclusiva, dal valore di mercato degli investimenti, e mai dal numero delle quote.<sup>109</sup> Queste, pertanto, vengono negoziate con le stesse modalità con cui si scambiano titoli sui mercati secondari regolamentati, per cui sarà possibile vendere le proprie partecipazioni al fondo solo nel momento in cui ci sia qualcuno disposto a comprarle. Il prezzo di vendita, inoltre, prescinde dal NAV, e quindi dal valore intrinseco delle attività oggetto di investimento del fondo, ma dipenderà esclusivamente dalla domanda di quote di un particolare fondo.<sup>110</sup>

---

<sup>109</sup> Si noti, infatti, che un fondo di tipo aperto consente il riscatto delle quote in contropartita diretta con il patrimonio del fondo, comportando un inevitabile perdita di liquidità. È pacifico come un rischio del genere non possa essere sopportato da un ELTIF.

<sup>110</sup> La vendita di una quota di un ELTIF può essere “*at a premium*” oppure “*at a discount*”, rispettivamente se risulta maggiore o minore al NAV. Cfr. Saunders, A., Cornett, M. M.,

Durante le consultazioni dell'ESMA presso i maggiori esponenti dell'industria del risparmio gestito, è stata sollevata la questione relativa alla necessità di considerare nuove regole tecniche per quanto riguarda i “*Criteria for the valuation of the assets to be divested*”, a causa della difficoltà di prezzare una quota a partire da un valore di mercato difficilmente riscontrabile. Tali criteri sono riferiti alla valutazione nel momento della liquidazione al termine di ciclo di vita, ma sono applicabili anche per l'interpretazione diretta al calcolo del NAV di un ELTIF, al fine di rendere chiaro il valore della quota del fondo su cui un investitore interessato si basa per definire il proprio prezzo di acquisto. Appare evidente, dunque, che uno scenario di valutazione basato su tecniche discrezionali dei gestori comporta, inevitabilmente, pericoli di disparità dei parametri valutativi *across Europe*.<sup>111</sup> La necessità di armonizzazione tecnica è sempre maggiore dal momento in cui si ambisce a un mercato unico dei capitali,<sup>112</sup> tuttavia l'ESMA, al termine delle consultazioni, si limita a stabilire che, riguardo ai criteri per la valutazione, è necessario che il gestore prepari con anticipo un programma di liquidazione, da presentare all'autorità di vigilanza competente, con i dettagli della valutazione. L'ESMA, inoltre, stabilisce che le valutazioni del fondo siano effettuate ai sensi dell'art. 19 dell'AIFMD. È da sottolineare che il comma 2 di tale articolo spiega che i metodi di calcolo del NAV siano stabiliti dalla normativa dello Stato in cui il

---

Anelli, M., & Alemanni, B. (2011). *Economia degli Intermediari Finanziari* (Terza ed.). McGraw-Hill, p. 483.

<sup>111</sup> Cit. ESMA. (2016). *Draft regulatory technical standards under the ELTIF Regulation*, p.22.

<sup>112</sup> Cfr. Strozzi, G. (2015). *Diritto dell'Unione Europea: Parte speciale* (IV ed.). Giappichelli Editore, pp.38 e ss.

fondo è stabilito, o, se previsto, dall'atto costitutivo. Alla luce di questo rimando, appare evidente uno dei limiti del processo normativo europeo: se da un lato le consultazioni hanno evidenziato la possibilità di discrepanze tecniche tra Stati, le stesse si concludono col rimando a un articolo che, di fatto, le consente.

### **3.2.1. Il VAR approach**

In merito alle misure di rischio, è stato già accennato, relativamente alla valutazione delle rischiosità della presenza di derivati tra le attività ammissibili, che l'ESMA si affida alle “*CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS*”. Il paper del CESR si propone di fornire una misurazione del rischio che sia valida e uniforme per tutti gli Stati membri. Il primo obiettivo è fornire una definizione armonizzata di *global exposure*,<sup>113</sup> restando ferma la consapevolezza che tale definizione non deve essere l'unico metro di giudizio per un gestore, ma il punto di partenza per l'implementazione di metodologie di calcolo adeguate e che assicurino buona *governance*, selezionando quelle più adeguate rispetto alla politica di investimento adottata. Tuttavia è previsto che i gestori di fondi utilizzino obbligatoriamente metodi di misurazione supportati da *stress test*,<sup>114</sup> quali l'approccio *Value-at-Risk* (VAR) e il *Commitment approach*, ma in qualità di metodi a supporto di quelli

---

<sup>113</sup> Cfr. Muller, C., & Ruttiens, A. (2013). *A practical guide to UCITS funds and their risk management*. Edipro, pp. 51 e ss.

<sup>114</sup> In particolare sono previsti obbligatoriamente nei casi in cui il gestore abbia in portafogli titoli derivati esotici o si impegna in strategie complesse (quali gli ELTIF). Cfr. Stefanini, F., Vismara, S., Meoli, M., & Derossi, T. (2011). *Newcits: Investing in UCITS Compliant Hedge Funds*. John Wiley & Sons, pp. 52 e ss.

implementati internamente. Il CESR, inoltre, sottolinea che un buon *asset manager* deve essere in grado di misurare e gestire l'esposizione *to all material risks*, includendo il rischio di credito, di liquidità, di mercato, di controparte e operativo.<sup>115</sup> Il metodo del VAR misura la massima perdita potenziale che il fondo può registrare con una certa probabilità, in un periodo di tempo specifico e a normali condizioni di mercato. Occorre, inoltre, distinguere tra *Absolute VAR* e *Relative VAR*, e tenere presente che il CESR rimette al gestore la scelta del modello da utilizzare, motivando la scelta con adeguate argomentazioni e valide assunzioni, fermo restando l'obbligo di mantenere lo stesso metro di valutazione per ogni *asset* del portafoglio. I due metodi sono pensati per diverse tipologie di strategie dei fondi: il primo, in particolare, definisce un *VAR target*, basato sul rendimento obiettivo che il fondo vuole raggiungere; il secondo metodo è maggiormente adatto a strategie che basano il proprio rendimento tramite un *benchmark* di riferimento *leverage free*.<sup>116</sup> In particolare, per adottare il *Relative VAR*, è necessario che gli analisti della SGR calcolino il VAR relativo al portafoglio corrente (comprensivo di derivati), il VAR di un *reference portfolio*<sup>117</sup>

---

<sup>115</sup> Cfr. Hull, J. (2008). *Risk management e istituzioni finanziarie*. (E. Barone, A cura di) Pearson.

<sup>116</sup> Per questo motivo il *Relative VAR* è considerato più trasparente per gli investitori, che possono implicitamente misurare il rischio a partire dal termine di paragone.

<sup>117</sup> Il portafoglio di riferimento deve essere a leva zero, senza derivati (fatta eccezione per quei portafogli che usano i derivati per coperture di posizioni *short*) e simile al portafoglio corrente per tipologia di investimenti. Il *CESR Guidelines* prevede numerose fattispecie col fine di diminuire il più possibile la discrezionalità decisionale nella scelta del modello: "il portafoglio di riferimento può anche essere basato su una combinazione di indici di mercato coerente con la strategia di investimento. Può anche essere dedotto da un'analisi statistica dei rischi di mercato del portafoglio. Quando si deve scegliere tra diversi portafogli di riferimento, il gestore deve scegliere quello con profilo di rischio minore. A scanso di equivoci, questo implica che un indice

a leva zero e senza derivati, e controllare che il primo indicatore non superi il doppio del secondo, in modo da definire un limite di leva totale pari a 2:

$$\frac{ELTIF VaR - benchmark VaR}{benchmark VaR} \times 100 \leq 1$$

In sostanza il *Relative VaR*, più che calcolare la rischiosità intesa come leva finanziaria elevata, permette di raddoppiare il rischio di perdite a partire da un rischio di riferimento. In questo modo è possibile misurare il rischio del portafoglio grazie al legame che si viene a creare con le potenziali perdite del portafoglio di riferimento.

Il metodo *Absolute VaR*, invece, ha lo scopo di indicare il valore della perdita massima imputabile al NAV del fondo. Il CESR prevede che, in caso di applicazione di tale metodo, la SGR deve assicurare, ai fini di un calcolo che sia uniformato a livello europeo, il rispetto di determinati parametri quantitativi. Tra questi:  $VaR \leq 0,2 \times NAV$ ; intervallo di confidenza al 99%; periodo di riferimento pari a 20 giorni lavorativi; osservazioni storiche relative ad almeno 250 giorni lavorativi precedenti.

Il CESR's *Guidelines on risk measurement* prevede, tuttavia, alcuni casi in cui è possibile derogare tali limitazioni. Ad esempio, nel caso in cui la valutazione sia effettuata a 7 giorni (anziché 20), l'intervallo di confidenza deve essere esteso al 95%, e di conseguenza sarà ridotto anche il tetto massimo del VaR, seguendo la seguente formula:

---

dei mercati emergenti non deve essere utilizzato come riferimento per un portafoglio investito in mercati poco volatili.”



$$VaR_{95\%} \approx \frac{N(x)_{95\%}}{N(x)_{99\%}} \times VaR_{99\%}$$

Allo stesso modo, per modificare il VaR a  $t$ -giorni in  $s$ -giorni, il calcolo diventa:

$$VaR(s) \approx \frac{\sqrt{s}}{\sqrt{t}} \times VaR(t)$$

Si noti come questo tipo di approccio richieda maggiore attenzione e maggiore progettazione rispetto al *Relative VaR*, che non richiede aggiustamenti in alcun caso, poiché basato sul paragone di un indicatore esterno.

Il CESR permette di scegliere numerosi metodi di calcolo del VaR, quali i modelli parametrici Varianza-Covarianza, le Serie Storiche o le Simulazioni Monte Carlo, lasciando alla SGR la scelta del modello più appropriato.<sup>118</sup>

È previsto, comunque, l'obbligo di effettuare *back-test* e *stress-test* ai modelli scelti, al fine di valutare l'esattezza e l'affidabilità degli stessi. Il *back-testing* consiste nel paragonare il VaR giornaliero e le perdite effettive registrate nel giorno di riferimento. Nel caso in cui le perdite effettive superino con una certa frequenza i VaR giornalieri, allora il fondo dovrebbe mettere in discussione l'affidabilità del modello. Tale conclusione, tuttavia, deve essere supportata da una misura statistica, motivo per cui sono stati proposti numerosi di test di significatività, basati su: frequenza delle eccezioni; funzioni di perdita, che

---

<sup>118</sup> Ad esempio, è molto probabile che un fondo sia soggetto a derivati finanziari con caratteristiche di rischio non lineari, per cui sarà molto più attendibile una misurazione tramite serie storiche piuttosto che parametrica. Cfr. Resti, A., & Sironi, A. (2008). *Rischio e Valore nelle Banche*. Egea.

considerino oltre alla frequenza anche la dimensione delle perdite; intera distribuzione di profitti e perdite.<sup>119</sup>

Lo *stress-testing*, invece, consiste nel simulare scenari di *shock* di mercato, per misurare le potenziali perdite che il portafoglio del fondo subirebbe in simili condizioni. Il CESR prevede che tali scenari siano plausibili: “*unluckely to occur, but not impossible*”. I risultati dei test devono influenzare la scelta della politica gestionale, qualora questa vada in una direzione che potrebbe essere oggetto di rilevanti *shock* potenziali simulati. Gli *stress test* sono importanti per coprire tutti quei rischi non considerati nel VaR, soprattutto nei casi in cui *shock* di variabili esogene porterebbero a un NAV < 0, e dovrebbero essere effettuati almeno una volta al mese.

### **3.2.2. (segue) Il Commitment approach**

L'altro metodo di calcolo, utilizzato esclusivamente nell'ambito della definizione del rischio di titoli derivati, è il *Commitment approach*, che può essere utile soprattutto nel caso in cui il valore del sottostante non sempre è definibile dal mercato. Il *paper* del CESR elenca precisi oneri in capo ai gestori, nel caso in cui decidano di utilizzare tale metodo di valutazione del rischio. *In primis*, occorre stilare l'elenco dei titoli derivati coinvolti in manovre di copertura (HD), precisare l'ammontare finanziario “impegnato” in tali posizioni (C) e in seguito calcolare

---

<sup>119</sup> Cfr. Resti, A., & Sironi, A. (2008). *Rischio e Valore nelle Banche*. Egea, cap. 15.

l'ammontare del *Commitment* derivato da compensazioni o coperture *risk free*<sup>120</sup> ( $HC_{rf}$ ):

$$Net\ Commitment = \sum_{h=1}^n CHD_h - HC_{rf}$$

A questo punto, aggiungendo l'impegno finanziario di tutti quei derivati non coinvolti in manovre di copertura, la *global exposure at risk* sarà facilmente calcolabile come:

$$Global\ Exposure = Net\ Commitment + \sum_{d=1}^m CNHD_d$$

Poiché, per gli ELTIF, l'utilizzo dei derivati è consentito esclusivamente per posizioni di copertura, è evidente che la formula non presenterà i *Non Hedging Derivatives* e l'esposizione globale al rischio dipenderà solo dal *Net Commitment*.

A questo punto, l'indicatore può essere implementato per avere un chiaro indice di *leverage* rispetto al *Net Asset Value*, così da ottenere una percentuale facilmente comprensibile della rischiosità che grava sul portafoglio in analisi:<sup>121</sup>

$$Risk\ Leverage = \frac{Global\ Exposure}{NAV}$$

---

<sup>120</sup> Si tenga presente che nell'ambito dei derivati è difficile poter creare una copertura perfetta, a esempio, specialmente nel caso degli ELTIF, potrebbe non esistere un derivato che ha come sottostante l'attività che si vuole coprire, inoltre potrebbero non coincidere le date di chiusura del derivato e dell'attività sottostante, che potrebbe anche non essere prevedibile. Si parla, in questi casi, di mantenimento del c.d. "rischio base". Cfr. Hull, J. (2015). *Opzioni, Futures e altri Derivati*. (E. Barone, A cura di) Pearson.

<sup>121</sup> Cfr. National Association Pension Fund Ltd. (2013). *Derivatives and Risk Management Made Simple*. Sponsored by J.P. Morgan.

Occorre soffermarsi, inoltre, sul concetto di *Commitment*, già definito come il capitale finanziario impegnato in uno strumento derivato. Per definire tale valore è necessario convertire la posizione finanziaria derivata in un *fair value* di una posizione equivalente nell'attività sottostante. Il *paper* del CESR prevede per ogni tipologia di derivato un metodo di conversione specifico, anche con l'utilizzo delle c.d. "greche".<sup>122</sup> Un caso interessante è quello relativo al metodo di calcolo del *commitment* di un *Interest Rate Swap* (IRS), poiché rientra nella tipologia di strumento di copertura più comune per un ELTIF. Una SGR che intenda valutare l'impegno in tali strumenti, deve riunire ogni derivato in portafoglio in una classe (detta *bucket*) basata sulla *Maturity* dei flussi di cassa di tali strumenti.

| <b>Bucket</b> | <b>Maturities Range</b> |
|---------------|-------------------------|
| 1             | 0-2 years               |
| 2             | 2-7 years               |
| 3             | 7-15 years              |
| 4             | > 15 years              |

Deve, inoltre, stabilire un livello di *Duration target* che sia coerente con la rischiosità del portafoglio e con la fine del ciclo di vita, e calcolarlo qualora non reperibile dal mercato il *fair value* (FV) dell'attività sottostante, il metodo di calcolo del *fair value* equivalente viene di seguito proposto:

$$FV_{\text{Equivalente}} = \frac{\text{duration}_{\text{IRS}}}{\text{duration}_{\text{target}}} \times FV_{\text{Sottostante}}$$

A questo punto è necessario considerare le posizioni *long* al netto di quelle *short* in ogni *bucket* (*i*). La *netted position* sarà dunque calcolata come:

<sup>122</sup> V. Hull, J. (2015). *Opzioni, Futures e altri Derivati*. (E. Barone, A cura di) Pearson, cap. 19.

$$Net\ Position_i = |long_i - short_i|$$

Nel caso in cui nello stesso *bucket* non sia presente una posizione opposta dello stesso tipo, è possibile ricercarla in una classe successiva:

$$Net\ Position_{i+m,i+n} = |long_{i+m} - short_{i+n}|$$

con  $n, m = 0, \dots, 3$ .

Questa possibilità di *netting trans-bucket* deve riflettersi in modo adeguato nel contributo al *commitment* totale di questi derivati, attraverso diversi coefficienti di ponderazione:

| <b>Classi</b>   | <b>Coefficienti di ponderazione</b> |
|---|-------------------------------------|
| Netted positions in ogni bucket   | 0%                                  |
| Netted positions tra i bucket ( <i>i</i> ) e ( <i>i+1</i> )             | 40%                                 |
| Netted positions tra i bucket ( <i>i</i> ) e ( <i>i+2</i> )             | 75%                                 |
| Netted positions tra i bucket ( <i>i</i> ) e ( <i>i+n</i> ) con $n > 2$ | 100%                                |
| Unnetted positions  | 100%                                |

### **3.3. Valutazione degli *asset*: le PMI**

Si è già accennato al fatto che gli ELTIF vogliono porsi come nuova forma di finanziamento alle PMI, ma per farlo occorre che essi abbiano in portafoglio partecipazioni al capitale, sia di debito che proprio. Appare evidente, dunque, quanto possa essere arduo per un fondo dare un preciso valore a una quota che rappresenti una partecipazione in PMI, poiché queste non sono quotate e non presentano bilanci pubblici, per cui risulta impossibile riscontrare sul mercato il valore preciso del suo patrimonio o della sua redditività. Il Regolamento ELTIF pone l'accento, in più circostanze, sull'importanza del ruolo che tali fondi devono ricoprire nell'economia reale, ma senza imporre regole tecniche da seguire per valutazioni complesse e rischiose dal punto di vista della veridicità del risultato in materia di PMI. Di conseguenza, in questo paragrafo, verranno analizzate brevemente i metodi principali che la finanza aziendale propone per la valutazione di imprese non quotate, cercando di riscontrare quale di questi sia il più affidabile nel contesto della gestione collettiva del risparmio a lungo termine.

#### **3.3.1. Modelli Analitici**

Occorre precisare che la valutazione delle imprese non quotate è un problema che si pone più spesso di quanto si possa immaginare. Basti pensare alle valutazioni che i professionisti devono effettuare per la compravendita di quote o azioni tra privati (c.d. valutazioni *stand alone*),<sup>123</sup> per IPO o aumenti di capitale.

Un metodo di valutazione comune è il “metodo patrimoniale”, che esprime il valore dell'azienda in funzione del valore del suo “patrimonio di ricostruzione”, ossia quell'ammontare di capitale che sarebbe necessario per avviare una nuova impresa identica al momento della valutazione.

---

<sup>123</sup> Cfr. Gonnella, E. (2013). Logiche e metodologie di valutazione d'azienda. Valutazioni stand-alone. Pisa University Press.

Il calcolo può essere effettuato in maniera analitica e a valori di mercato. In particolare, il metodo patrimoniale è considerato dalla letteratura il “meno soggettivo”, poiché è quello che richiede il minor numero di assunzioni rispetto agli altri modelli di stima (ad esempio, non è necessario stimare i flussi di cassa futuri),<sup>124</sup> sebbene poco ideali per quelle imprese con pochi *asset* immobilizzati. Se da un lato questo rappresenta un vantaggio per le stime, dall’altro ne evidenzia il limite principale, ossia quello di non considerare la capacità dell’azienda di generare valore in futuro. Il metodo, infatti, considera i valori contabili del patrimonio netto (attività totali – passività totali) e li rettifica a valori correnti. Nel computo di tali valori, vengono inserite le attività immateriali anche se non iscritte in bilancio.<sup>125</sup>

$$\text{Valore dell'azienda} = K + I$$

dove *K* rappresenta il valore del patrimonio netto rettificato a valori di mercato, e *I* il valore degli *intangible assets*.

Un secondo metodo per la valutazioni d’impresa, contrapposto per definizione al metodo appena analizzato, è il “metodo reddituale”, che si concentra sull’analisi del valore dell’azienda inteso come capacità di generare reddito. Si basa su una semplice attualizzazione nel tempo del reddito medio atteso (*R*) a un determinato tasso (*i*),<sup>126</sup> con la sola ipotesi di scelta del modello tra “a rendita perpetua”:

$$V = \frac{R}{i}$$

a “vita limitata”:

---

<sup>124</sup> Cit. Rutigliano, M. Struttura finanziaria e autofinanziamento nelle piccole e medie imprese. Saggio, Mediocredito lombardo.

<sup>125</sup> Ci si riferisce a quelle attività immateriali che sono in grado di fornire utilità differite nel tempo, sono trasferibili e misurabili. Cfr. Liberatore, G. (2010). *La valutazione delle PMI*. Franco Angeli, pp. 87 e ss.

<sup>126</sup> La scelta del tasso di attualizzazione è molto complessa e oggetto di ricerca continua per la finanza aziendale. In ogni caso, il metodo più comune è quello del *Capital Asset Pricing Model*, basato sull’applicare a un tasso risk-free uno *spread* rappresentato da un premio per il rischio. Cfr. Berk, J., & De Marzo, P. (2011). *Finanza Aziendale*. (D. Venanzi, A cura di) Pearson. Cfr. Damodaran, A. (2010). *La Valutazione delle Aziende*. Apogeo.

$$V = \sum_{n=1}^N \frac{R}{(1+i)^n}$$

o a “vita limitata e valore finale”:

$$V = R \sum_{n=1}^N \frac{R}{(1+i)^n} + \frac{VF}{(1+i)^N}$$

L’ultimo metodo è molto utile nel caso l’azienda in portafoglio lavori con progetti e piani di gestione a scadenze.

Il reddito medio, per poter essere utilizzato nello studio di tale metodo, deve essere normalizzato, così da permettere l’esclusione di tutte quelle componenti straordinarie che non devono essere considerate nel calcolo del reddito medio, e in seguito calcolarlo al netto degli oneri fiscali e finanziari.

Esistono, inoltre, metodi ibridi sia patrimoniali che reddituali. La logica sottostante a tali metodi è “correggere” il patrimonio netto rettificato con la capacità dell’azienda di generare reddito. A tal proposito, il metodo misto maggiormente diffuso è il metodo “U.E.C. complesso”,<sup>127</sup> che introduce un *goodwill* (*badwill*), inteso come la differenza tra la redditività prospettica e quella reputata “soddisfacente” dall’impresa,<sup>128</sup> da incrementare (decrementare) al patrimonio netto:

$$V = K + I + \sum_{n=1}^N \frac{R - iK'}{(1+i_A)^n} + SA$$

con  $K' = K+I$ ,

$(R - i*K)$  = sovrareddito (sottoreddito), che attualizzato rappresenta il *goodwill* (*badwill*),

e  $SA = Surplus Asset$ , ossia tutti quei beni estranei alla gestione.

---

<sup>127</sup> Il nome deriva dall’*Union Européenne des Experts Comptables Economiques et Financiers* che ha raccomandato l’utilizzo di questo metodo.

<sup>128</sup> Cit. Rutigliano, M. *I Metodi di Valutazione di Azienda*. Università Commerciale Luigi Bocconi.



Il tasso di attualizzazione del sovrareddito ( $i_A$ ) è frutto dello studio di un tasso *risk free* a cui viene aggiunto uno *spread* relativo al rischio idiosincratco dell'azienda oggetto di valutazione.<sup>129</sup>

I metodi misti rappresentano un buon compromesso tra l'oggettività del metodo patrimoniale e la capacità del modello di considerare la redditività futura dell'azienda. Tuttavia l'introduzione di "correttori" reddituali calcolati su assunzioni, rende questi modelli analitici meno appetibili rispetto a quelli finanziari, che se da un lato presentano un numero importante di assunzioni, riescono a essere più accurati nell'informazione che intendono mostrare.

### **3.3.2. Modelli Finanziari**

Tali modelli consistono nell'applicare a un'azienda la stessa logica di calcolo dei prezzi delle attività finanziarie, utilizzando spesso come *input* i flussi di cassa attesi. Tali modelli hanno come scopo mostrare gli effettivi flussi monetari per definire il valore dell'impresa. Si basano sull'attualizzazione dei flussi di cassa relativi a tutte le componenti del capitale, dall'*equity* a tutte le forme debito presenti nel passivo dell'azienda. Il metodo più utilizzato è il *Discounted Cash Flow*, poiché è quello che meglio rispecchia il valore di un'impresa perché tiene anche in considerazione la situazione gestionale; è sicuramente il più adatto nell'ottica un fondo che decide di detenere le azioni di tale impresa in portafoglio. In questo modello, il valore dell'azienda è calcolato come:

$$V = EV - D$$

dove  $D$  rappresenta il valore di mercato del debito al tempo della valutazione, e  $EV$  indica l'*Enterprise Value*, ottenuto come segue:

---

<sup>129</sup> I rischi idiosincratci, spesso, non influenzano significativamente questo tasso, dal momento che rappresentano shock esogeni che andrebbero a influenzare esclusivamente l'azienda oggetto di valutazione, e nessun'altra.

$$EV = \sum_{n=1}^N \frac{FC_n}{(1 + wacc)^n} + \frac{TV}{(1 + wacc)^N}$$

in cui  $TV$  è *Terminal Value*, che rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa previsti oltre il periodo di valutazione. Tale valore rappresenta un importo spesso molto elevato, poiché si basa sull'ipotesi di continuità aziendale, ed è calcolato come:

$$TV = \frac{FC_{t+1}}{wacc + g}$$

dove  $g$  rappresenta un ipotetico tasso di crescita costante dell'azienda.

Il tasso di attualizzazione visto nel calcolo dell'*Enterprise Value*, è il c.d. *weighted asset cost of capital*,<sup>130</sup> frutto di una stima che tiene conto, oltre alla remunerazione ( $r^e$ ) del capitale per gli azionisti ( $E$ ), anche degli oneri finanziari ( $r^d$ ) per ogni tipo di forma di finanziamento ( $D_j$ ) e dello scudo fiscale ( $1-t$ ) di cui si serve un'azienda:

$$wacc = \sum_{j=1}^J r^d_j (1 - \tau) \frac{D_j}{E + D} + r^e \frac{E}{E + D}$$

I metodi finanziari, seppur caratterizzati da un'informazione dettagliata, presentano il limite dell'elevata soggettività dovuta alle numerose assunzioni in capo ad ogni voce che compone il modello. Ma il limite principale che mostrano, considerato l'ambito di studio degli ELTIF, è la difficoltà di stimare flussi di cassa futuri per periodi di tempo così lunghi: è evidente che non appena si oltrepassano periodi quinquennali, le stime diventano sempre meno affidabili. Altro limite, inoltre, è rappresentato dall'impossibilità per le PMI di definire una remunerazione del capitale, dal momento che non esistono quotazioni o dividendi prestabiliti, per cui il tasso  $r^e$  necessario al calcolo del *wacc* risulta anch'esso oggetto di assunzioni e stime.

---

<sup>130</sup> Cfr. Damodaran, A. *The Equity Risk Premium e Estimating Risk Free Rates*, NY University.

### 3.3.3 Modelli empirici

Nella finanza aziendale classica, i modelli empirici sono utilizzati *a posteriori* per controllare la bontà dei metodi analitici o finanziari utilizzati. Tuttavia questi assumono importanza rilevante nel momento in cui vengono applicati alla valutazione delle PMI. In tali casi la letteratura suggerisce di usarli come metodi principali per la stima del valore dell'impresa.<sup>131</sup> I vantaggi principali di tali metodi sono la semplicità e l'immediatezza nella loro applicazione, oltre alla possibilità di ripeterli con una certa frequenza, così da poter aggiornare il valore del fondo costantemente. Uno di questi metodi è quello che si basa sulle “transazioni comparabili”, per cui si stima il valore delle imprese non quotate a partire dal prezzo di acquisizione di una partecipazione di una società simile: si considera una variabile strettamente correlata al prezzo della partecipazione ( $X_p$ ),<sup>132</sup> e si procede con la formazione di un moltiplicatore a partire dal prezzo noto della società comparabile ( $P$ ):

$$\frac{P}{X_p} = \frac{P^*}{X_p^*}$$

da cui è possibile isolare il valore dell'impresa oggetto di valutazione:

$$P^* = P \frac{X_p^*}{X_p}$$

Ulteriore metodo empirico è rappresentato dal metodo dei “multipli”, che utilizza come *benchmark* esclusivamente società quotate, per via della veridicità dei dati più sensibili ottenibili dai bilanci pubblici. Ovviamente la società di riferimento dovrà avere numerosi aspetti in comune con l'impresa oggetto di studio, quali le dimensioni finanziarie, il settore d'appartenenza, la reputazione del marchio, il grado di integrazione verticale, la frequenza e la capacità di distribuire i dividendi.

---

<sup>131</sup> Cfr. Rutigliano, M. *I Metodi di Valutazione di Azienda*. Università Commerciale Luigi Bocconi.

<sup>132</sup> In genere, le variabili più utilizzate sono gli utili contabili, i ricavi, i flussi di cassa, e altri valori contabili facilmente reperibili e correlati al valore dell'azienda.

Il procedimento è lo stesso visto in precedenza, ma in questo caso i moltiplicatori più affidabili sono scelti in base alle esigenze. Si consideri, ad esempio, l'indicatore P/EBIT che permette di comparare a prescindere dalla struttura del debito o dalle aliquote fiscali che gravano sulla società, oppure P/EBITDA che permette di eliminare le differenze delle politiche di ammortamento tra le due imprese, o infine P/Sales, che rappresenta il più generico (ma meno affidabile), di facile applicazione. È evidente come più il moltiplicatore derivi da indicatori specifici, maggiore sarà la comparabilità e dunque l'affidabilità del valore risultante. Questo, allo stesso tempo, rappresenta il limite di questo modello empirico. *In primis* la difficoltà di coesistenza nello stesso settore di una società quotata e una PMI simili per struttura, ma anche la differenza tra la natura di prezzo dell'azione della società comparata (utilizzato come numeratore per il multiplo) e il valore dell'impresa ( $P^*$ ) non quotata. Un'ulteriore critica che è possibile muovere nei confronti di tale metodo, è che il prezzo dell'azione della comparata è un prezzo derivante dal mercato, e dunque di tutte quelle azioni *floating*, che non rappresentano partecipazioni di controllo, al contrario delle partecipazioni di una PMI, che per natura rappresentano quota di gestione. L'equazione che le mette in relazione, dunque, risulta leggermente "forzata" e non rispecchia la vera natura delle partecipazioni a confronto.

#### **3.3.4. Le strategie "Value"**

Alla luce di quanto analizzato, appare evidente l'esigenza di studiare e attuare strategie di valutazione degli investimenti volte a indicare la redditività di un *asset* nel lungo periodo. La teoria del *Value Investing*, sebbene veda i suoi albori già all'inizio del secolo attraverso gli studi di Benjamin Graham e David Dodd,<sup>133</sup> non

---

<sup>133</sup> La teoria è stata formalizzata per la prima volta da Graham e Dodd presso la Columbia University, in seguito sviluppata da Murray, e infine da Greenwald. In tempi recenti, Warren

è mai stata pienamente accettata dalla letteratura, forse per via dell'ottica di lungo periodo che sta alla base, in contrasto con la maggior parte delle tecniche di valutazione (e speculazione) utilizzate dagli *asset managers*, preoccupati soprattutto di mostrare rendimenti elevati nel breve periodo. Ma in un contesto quale quello degli ELTIF, la strategia *Value* assume finalmente l'importanza che le spetta. La strategia *Value* va ad opporsi ai classici metodi di valutazione d'impresa già affrontati, compensandoli nei limiti più evidenti. Come già accennato, un limite del metodo *Discounted Cash Flow* è l'orizzonte temporale, che rende le stime sempre più incerte man mano che aumenta il tempo di valutazione; un limite del metodo dei "multipli" è, invece, il paragone tra due realtà finanziarie, ossia quella dell'azione sul mercato con la partecipazione di una PMI. Quest'ultima non è soggetta a tutte quelle fluttuazioni proprie dei titoli negoziati in borsa, né avrebbe senso basare studi statistici di varianza sulla base di serie storiche, poiché la partecipazione non è mai stata negoziata. Tali strumenti non sono soggetti a dati storici, a shock speculativi, a euforie del mercato e non sono influenzabili dal mercato stesso. I *value investors* sono concentrati sulla ricerca del "valore intrinseco" di un'attività<sup>134</sup> e sul confronto di questo valore con quello di mercato, al fine di trovarne uno sottovalutato e investire in un'opportunità di crescita. Le

---

Buffet e Mario Gabelli, allievi di Murray e Greenwald rispettivamente, hanno più volte dimostrato empiricamente la validità di tale strategia, mostrando risultati validi e spesso oltre le aspettative. Cfr. Greenwald, B., Kahn, J., Sonkin, P. D., & van Bierna, M. (2004). *Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond*. John Wiley & Sons, Inc.

<sup>134</sup> In merito alle strategie Value, il presidente di Tweedy Browne Funds ha spiegato che nell'applicare tale strategia "bisogna cercare il valore intrinseco dell'azione come se si trattasse di un acquisto qualsiasi".

variabili fondamentali sono dunque il valore dell'*asset*, il valore dei margini (*earnings power*) e il valore della crescita (*Growth Value*). Questi tre indicatori rappresentano il valore intrinseco di un *asset*, da paragonare al valore di mercato che, sia in caso di quotazione o no, raramente rispecchia l'effettivo ammontare di queste variabili. L'ammontare di valore dell'attività e degli *earnings* è contabile, aggiustato per renderlo maggiormente realistico, senza basarsi su flussi previsionali futuri che distorcerebbero eccessivamente la realtà per via delle loro assunzioni forti. A questo punto, un analista *value* raccoglie lo *stock* di imprese oggetto di valutazione,<sup>135</sup> e dopo aver calcolato i tre indicatori fondamentali, esegue un periodo di *due diligence* riguardante le potenzialità delle aziende, la loro competitività e il loro vantaggi (es. esistenza di *franchise*, reputazione geografica, e simili). Il valore intrinseco è calcolato sulla base dei tre indicatori. Il primo è calcolato su base patrimoniale, attraverso il già analizzato "metodo patrimoniale", con cui si calcola il valore degli *asset* "clonati" compresi quelli intangibili per avere un chiaro importo del valore delle attività dell'azienda oggetto di valutazione. Il secondo è frutto di un calcolo basato sul reddito disponibile e dividendi futuri, attualizzati al *wacc*. Infine il *growth value*, che sicuramente è l'indicatore più complesso da calcolare perché basato su assunzioni di crescita di difficile previsione. Inoltre il valore della crescita, in condizione di mercato concorrenziale privo di barriere all'ingresso, è pari almeno al costo di

---

<sup>135</sup> Un fondo dovrebbe selezionare le imprese a partire da indicatori di bilancio quali ROE, ROI, Earnings per Share, ma anche selezionando indicatori P/E, P/Book, P/CF rispetto ad aziende simili. Il metodo dei "multipli", dunque, è in parte applicato, ma non per la valutazione, bensì per la scelta delle aziende candidate.

finanziamento dell'investimento, dal momento che il margine di rendimento sui nuovi ricavi non può essere maggiore del ROI e quindi la crescita, da sola, non aggiunge nulla di “nuovo” al valore dell'azienda.<sup>136</sup> La crescita aggiunge valore solo nel caso in cui i *returns* siano in eccesso rispetto al costo del capitale aggiuntivo necessario al nuovo investimento.<sup>137</sup> Il periodo di *due diligence* serve al gestore per rivedere la bontà della sua analisi, evidenziandone i punti forti e punti di debolezza, e per comprendere in quale delle variabili analizzate si cela la sottovalutazione del mercato: scoprire dove il valore intrinseco non è stato valorizzato, permette di individuare dove sta la chiave per la crescita di valore dell'azienda.

Dunque, i possibili scenari di valutazione che possono risultare dallo studio sono tre: quello in cui l'azienda sta distruggendo valore, poiché dall'analisi risulta che l'*asset value* è maggiore degli *earnings power*; quello in cui le due variabili si eguagliano, e dunque si è in assenza di vantaggio competitivo poiché l'azienda non è in grado di remunerare il capitale oltre il tasso di rendimento di un investimento simile; infine il caso in cui l'*earnings power* è maggiore dell'*asset value*, in presenza di vantaggi competitivi<sup>138</sup>, quando la gestione consente di ottenere un ritorno sugli investimenti maggiore rispetto al costo del capitale. Dunque solo nel

---

<sup>136</sup> Cfr. Damodaran, A. (2010). *La Valutazione delle Aziende*. Apogeo.

<sup>137</sup> Scenario possibile specialmente nei casi in cui l'azienda è strutturata come *franchise*. Cfr. Musi, F., & Ridolfo, F. (2016). Value Investing: un metodo di valutazione, una strategia di investimento. *Corriere della Sera*.

<sup>138</sup> I vantaggi competitivi si ottengono attraverso marchi o brevetti che innalzano barriere all'ingresso scoraggiando i competitor; attraverso la capacità di produrre a costi inferiori rispetto ai concorrenti; fedeltà dei clienti accompagnata da economie di scala.

caso in cui dall'analisi risulti la possibilità di ottenere vantaggi competitivi è possibile individuare la discrepanza tra valore intrinseco e valore di mercato, ed è in questa circostanza che il *value investor* decide di investire nell'opportunità di crescita, derivante da un'analisi accurata, nonostante l'assenza di assunzioni forti.

In conclusione, un fondo che intende investire in PMI dovrebbe costantemente effettuare analisi *value* sulle imprese, al fine di individuare quelle il cui valore intrinseco riflette alti potenziali di crescita. L'obiettivo di una strategia *value* è quello di creare un portafoglio di un organismo di investimento collettivo del risparmio interamente composto da "titoli azienda" il cui valore non dipende dal numero di azioni o quote del flottante comprate e vendute in una giornata sui mercati, ma dal valore aggiunto che esse creano nei loro settori di mercato. Questo rappresenterebbe una rivoluzione del mondo dell'*asset management*, creando una situazione di finanziamento reciproca tra economia reale e finanza: il valore dei titoli di investimento finanziari sarebbe funzione della produttività aziendale. Lo scenario appare sereno, ma stenta a diventare realtà.



## CONCLUSIONI

L'elaborato ha voluto descrivere gli ELTIF in ogni possibile aspetto sia tecnico che qualitativo: nuovi fondi di investimento a lungo termine, a supporto dell'economia reale. L'analisi della situazione macroeconomica in Europa affrontata nell'ultimo capitolo, è figlia della recessione di un'economia globalizzata, ancora in divenire. Recessione che ha evidenziato quello che si è rivelato il più grande limite della finanza europea: è un impalcatura di denaro, e il denaro non si è rivelato un materiale resistente. La crisi finanziaria ha portato al collasso di un edificio ancora in fase di costruzione, e il periodo storico che stiamo vivendo rappresenta lo smaltimento delle macerie. Ma l'implosione non deve essere sinonimo di resa, né le scorrettezze di pochi devono essere il fio di molti. E se c'è un'immagine che la seconda metà dell'anno passato ci ha voluto comunicare con continuità, è quello della Ricostruzione. Lo slancio ottimistico deve essere fisiologico dopo una depressione. L'economia può riprendersi, a partire dall'economia stessa.

I fondi a lungo termine così come sono descritti nel Regolamento 2015/760 dell'Unione Europea, possono essere un valido strumento per la ripresa economica. L'elaborato ne ha evidenziato i pregi degli obbiettivi, la chiarezza dei contenuti e i limiti dell'operatività, nel tentativo di colmare i vuoti lasciati dalla legislazione. Se da un lato l'Unione Europea ha dedicato attenzione ai particolari qualitativi di questi fondi, non si può dire lo stesso delle norme tecniche. Laddove un chiarimento operativo avrebbe significato lo scioglimento del dubbio, le autorità

preposte hanno previsto una sorta di *puzzle* regolamentare, rimandando a varie tecniche di valutazione già esistenti nel panorama finanziario, a volte in contrasto tra loro o con la *ratio* dei fondi di investimento a lungo termine. Il risultato è una chiara visione di come deve *essere* un ELTIF, ma non di come deve *agire*. La naturale discrezionalità che ogni SGR potrebbe applicare nel valutare quote e rischi, stona con la necessità che ha un fondo il cui nome inizia con “*European*”, di essere uniforme per tutta la realtà comunitaria. L’elaborato propone i metodi tecnici di valutazione, sia già affermati in finanza sia in fase di implementazione, che possano adattarsi alle necessità di un fondo che fa delle imprese il principale componente del suo portafoglio, evidenziandone i limiti e i punti di forza.

La condizione ottimale sembrerebbe essere quella per cui l’intermediazione finanziaria si sposti anche su canali alternativi a quelli bancari, ma non per sostituire un istituto che comunque resta una base storica e culturale dell’economia, bensì per affiancarlo, specialmente in uno scenario in cui i vincoli di stabilità patrimoniale, a volte, si traducono in limiti all’operatività tradizionale. I fondi possono finanziare l’economia reale attraverso l’investimento diretto in PMI, e il valore creato da queste può tradursi in ulteriori investimenti finanziari, creando un “circolo anti-ciclico” che permetterebbe all’economia di autosostentarsi e autoregolarsi.

Una volta stabilito che gli ELTIF, assieme agli EuVeCa e agli EuSeF, rappresentano da un lato una valida forma di finanziamento in grado di supportare

le imprese e allo stesso tempo investimento remunerativo per gli investitori, ci si chiede perché, di fatto, non siano ancora una realtà finanziaria affermata.

Intervistando alcuni analisti di una rinomata società di gestione del risparmio, è emerso quanto la volontà di avviare tali fondi è forte negli operatori di mercato, aspetto che conferma la buona redditività di tali organismi di investimento, ma di fatto non hanno abbastanza direttive per poterlo fare né in un contesto nazionale, né comunitario. Le autorità di settore e di vigilanza, assieme alle associazioni di categoria, si sono limitate a spiegare il funzionamento di tali fondi, senza fornire delucidazioni tecniche, ma anche fiscali. Probabilmente gli *asset manager* temono proprio le discrepanze degli oneri fiscali tra i vari Stati membri, che comporterebbero la concentrazione degli investimenti verso alcuni Stati piuttosto che su altri, scorporando, di fatto, lo scopo per cui i fondi sono stati costituiti.

Ne risulta che, ancora una volta, il problema principale di questa Europa è la mancata uniformità degli intenti. Le manovre comunitarie di ricostruzione sono vane se la macchina che deve eseguirle non comunica in tutte le sue componenti. Alla luce di quanto emerso, ma soprattutto della situazione storica che sta vivendo il continente, sembrerebbe che l'Europa stia collassando nei suoi stessi intenti di solidità. Gli slanci di ricostruzione ci sono, sono pura energia di innovazione, ma non hanno risonanza in un contesto in cui ogni componente di quella macchina che è l'Europa, è più concentrato a puntare il dito verso il componente debole, piuttosto che a sollevarlo per presentare la soluzione.

## BIBLIOGRAFIA

Alemanni, B. (2015). *Finanza comportamentale: Scoprire gli errori che ci fanno perdere denaro*. EGEA spa.

Annunziata, F. (2014). *La disciplina del mercato mobiliare* (VII ed.). Giappichelli.

Annunziata, F. (2015). *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario. La gestione Collettiva del risparmio e i Fondi Comuni di Investimento*. (F. Capriglione, A cura di) Cedam.

Antonelli, F., Giobbi, L., Rosato, V., & Moccia, L. (2016). *L'Europa del dissenso. Teorie e analisi sociopolitiche: Teorie e analisi sociopolitiche*. Franco Angeli.

Antonucci, A. (1999). Le società di investimento a capitale variabile. In Griffi-Sandulli-Santoro (A cura di), *Intermediari finanziari: mercati e società quotate*. Torino.

Assogestioni. (s.d.). Tratto da [www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it):  
<http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,147,5794,49,html/aifmd-la-proposta-di-direttiva-in-materia-di-gestori-di-fondi-alternativi-sviluppi-recenti>

Assonebb. (2017). *bankpedia*. Tratto da <http://www.bankpedia.org>

Attanasio, F. (2010). *Prospetto informativo e responsabilità della Consob*. Edizioni scientifiche italiane.

Banca d'Italia. (s.d.). Tratto da <https://www.bancaditalia.it>

Banca d'Italia. (2013). *Disposizioni di Vigilanza per le Banche* . circolare 285, Banca d'Italia.

Banca d'Italia, Consob. (s.d.). *Documento per la consultazione: Recepimento della Direttiva 2014/91/UE (“UCITS V”) in materia di politiche di remunerazione–modifiche al regolamento congiunto Banca d'Italia e Consob*. Tratto da Consob: [http://www.consob.it/documents/46180/46181/cons\\_bi\\_csnb\\_20160707.pdf/a89ed b81-986e-4fb2-8b3e-839989ca4627](http://www.consob.it/documents/46180/46181/cons_bi_csnb_20160707.pdf/a89ed b81-986e-4fb2-8b3e-839989ca4627)

Banca Europea per gli Investimenti. (s.d.). Tratto da [https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-investment-bank\\_it](https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-investment-bank_it)

Berk, J., & De Marzo, P. (2011). *Finanza Aziendale*. (D. Venanzi, A cura di) Pearson.

Brescia Morra, C. (2015). Le Forme di Vigilanza. In F. Capriglione (A cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*.

Bruner, R. F., & Carr, S. D. (2009). *The Panic of 1907*. John Wiley & Sons, INC.

Capriglione, F. (2015). *Manuale di diritto bancario e finanziario*. (F. Capriglione, A cura di) Cedam.

Capriglione, F., & Ginevri , A. S. (2016). *Politics and Finance in the European Union: The Reasons for a Difficult Encounter*. CEDAM.

Capriglione, F., Annunziata, F., Brescia Morra, C., Criscuolo, L., Desiderio, G., De Poli, M., et al. (2010). *L'ordinamento finanziario italiano* (II ed.). (F. Capriglione, A cura di) CEDAM.

- CESR. (2010). *CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS*. report.
- CESR. (2010). *Committee of European Securities Regulators*. Consultation Paper, ESMA.
- Chionna, V. V. (2008). *Le forme dell'investimento finanziario. Dai titoli di massa ai prodotti finanziari*. Giuffrè.
- Colavolpe, A., & Prosperetti, M. (2009). *Banche, assicurazioni e gestori di risparmio. Corporate governance, vigilanza e controlli* (Vol. 10). Ipsoa.
- Commissione Europea. (2015). *Analisi annuale della crescita 2016*. relazione annuale, Bruxelles.
- Commissione Europea. (s.d.). *Commission and its priorities*. Tratto da [https://ec.europa.eu/priorities/jobs-growth-and-investment/investment-plan\\_en](https://ec.europa.eu/priorities/jobs-growth-and-investment/investment-plan_en)
- Commissione Europea. (s.d.). *La strategia di Europa 2020 in sintesi*. Tratto da <http://ec.europa.eu>
- Consob. (2016). *Regolamento Intermediari*. Delibera.
- Costanzo, P., Priori, M., & Sanguinetti, A. (2007). *Governance e tutela del risparmio. Best practice, regole e comunicazioni al mercato*. V&P.
- Damodaran, A. *Estimating Risk Free Rates*. NY University.
- Damodaran, A. (2010). *La Valutazione delle Aziende*. Apogeo.
- Damodaran, A. *The Equity Risk Premium*. NY University.
- D'Apice, R. (2016). *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*. Il Mulino.

Degregori & Partners. (2016). *Asset Allocation - La gestione del portafoglio*. Edizioni R.E.I.

ESMA. (2016). *Draft regulatory technical standards under the ELTIF Regulation*. report.

European Banking Authority. (Gennaio 2016). *Risk assesment of the European Banking System*.

European Fund and Asset Management Association. (s.d.). <http://www.efama.org/about/SitePages/Home.aspx>. Tratto da <http://www.efama.org>

Fondazione Internazionale OASIS. (2016, Novembre). Tra immigrazione e Islam. L'Europa si ripensa. *OASIS*, 24.

Fruscio, D. (2012). *Dalla crisi finanziaria alla crisi totale*. Maggioli Editore.

Gaudenzi, E. S. (2016). *Il Bail In*. LuLu.com.

Gonnella, E. (2013). *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda. Valutazioni stand-alone*. Pisa University Press.

Greenwald, B., Kahn, J., Sonkin, P. D., & van Bierna, M. (2004). *Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond*. John Wiley & Sons, Inc.

Hull, J. (2015). *Opzioni, Futures e altri Derivati*. (E. Barone, A cura di) Pearson.

Hull, J. (2008). *Risk management e istituzioni finanziarie*. (E. Barone, A cura di) Pearson.

Iannucci, A. (s.d.). *Fondazione Nazionale Commercialisti*. Tratto il giorno 2017 da <http://www.fondazionenazionalecommercialisti.it>

ISO. (s.d.). Tratto da <https://www.iso20022.org>

Langfield, & Pagano. (2015). *Bank Bias in Europe: Effects on Systemic Risk and Growth*. BCE.

Lemma, V. (2006). Best practice ed altri aspetti della soft law. *Mondo Bancario* .

Liberatore, G. (2010). *La valutazione delle PMI*. Franco Angeli.

Milani, C. (2015). *Alle radici della crisi finanziaria: Origini, effetti e risposte*. EGEA spa.

Ministro dell'Economia e delle Finanze . (2015). *Regolamento attuativo dell'articolo 39 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiani"*. decreto ministeriale, Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Moloney, N. *EU Securities and Financial Markets Regulation*. Oxford University Press.

*MondoAlternative*. (2016). Tratto da Gruppo Mondohedge s.r.l.

Muller, C., & Ruttiens, A. (2013). *A practical guide to UCITS funds and their risk management*. Edipro.

Musi, F., & Ridolfo, F. (2016). Value Investing: un metodo di valutazione, una strategia di investimento. *Corriere della Sera* .

National Association Pension Fund Ltd. (2013). *Derivatives and Risk Management Made Simple*. Sponsored by J.P. Morgan.



- OECD. (2004). *The Financial War on Terrorism: A Guide by the Financial Action Task Force*.
- OECD-OCSE. (2004). *Modello di convenzione fiscale sui redditi e sul patrimonio*. (G. Maisto, Trad.) Parigi.
- Pellegrini, M. (2015). Le imprese di investimento. In F. Capriglione (A cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*. Cedam.
- R. Costi, L. E. (2004). Il mercato mobiliare. In G. Cottino (A cura di), *Trattato di diritto commerciale* (Vol. VIII). Padova.
- Rampini, F. (2016). *Banche: possiamo ancora fidarci?* Mondadori.
- Resti, A., & Sironi, A. (2008). *Rischio e Valore nelle Banche*. Egea.
- Rigoni, U., & Gardenal, G. (2016). *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*. Giappichelli Editore.
- Rutigliano, M. *I Metodi di Valutazione di Azienda*. Università Commerciale Luigi Bocconi.
- Rutigliano, M. *Struttura finanziaria e autofinanziamento nelle piccole e medie imprese*. Saggio, Mediocredito lombardo.
- Saunders, A., Cornett, M. M., Anolli, M., & Alemanni, B. (2011). *Economia degli Intermediari Finanziari* (Terza ed.). McGraw-Hill.
- Scienza, G. (2010). *Il risparmio tradito seguito da Il risparmio salvato*. Ponte alle Grazie.
- Stefanini, F., Vismara, S., Meoli, M., & Derossi, T. (2011). *Newcits: Investing in UCITS Compliant Hedge Funds*. John Wiley & Sons.

Stefano Battini, G. V. (2008). *I limiti globali ed europei alla disciplina nazionale dei servizi*. Giuffrè Editore.

Strozzi, G. (2015). *Diritto dell'Unione Europea: Parte speciale* (IV ed.). Giappichelli Editore.

The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (s.d.). *OECD data*. Tratto il giorno febbraio 11, 2017 da OECD.org: <https://data.oecd.org>

Troisi, A., & McFarlane, J. (2016). FINANCIAL STABILITY AND ECONOMIC GROWTH IN THE NEW EUROPEAN REGULATORY FRAMEWORK: AN ANALYSIS OF EUROPEAN LONG-TERM INVESTMENT FUNDS. (F. Capriglione, R. M. Lastra, R. McCormick, C. Paulus, L. Reichlin, & M. Sakuramoto, A cura di) *LAW AND ECONOMICS YEARLY REVIEW*, 5.

Unione Europea. (s.d.). *Eur-Lex*. Tratto da <http://eur-lex.europa.eu/>

Varoufakis, Y. (2016, agosto 22). *Economics*. Tratto il giorno febbraio 10, 2017 da Project Syndicate. The worlds opinion page: <https://www.project-syndicate.org/commentary/negative-interest-rates-reveal-politics-of-money-by-yanis-varoufakis-2016-08?barrier=accessreg>

Vecchi, V., Cusumano, N., & Minardi, P. (2015). *Finanziamenti comunitari 2014-2020: Strategie, gestione e rendicontazione*. EGEA spa.

Vesala, J. *On the problems of Home Country Control*. Bank of Finland. Bank of Finland.

WilliamFry. (s.d.). *PRIIPs Regulation – Its Impact on Funds*. Tratto da William Fry, Associated: <http://www.williamfry.com/>



*Dipartimento di Economia e Finanza*

*Cattedra di Diritto dei Mercati e degli Intermediari Finanziari*

EUROPEAN LONG TERM INVESTMENT FUNDS.

*Nuove forme di supporto all'economia reale.*

RELATORE

Prof.ssa Mirella Pellegrini

CANDIDATO

Jacopo Izzi

Matr. 667771

CORRELATORE

Prof.ssa Paola Lucantoni

ANNO ACCADEMICO 2015/2016

## RIASSUNTO

### Introduzione

La diffidenza che circonda il settore finanziario in seguito alla recente crisi, ha fatto sì che la normativa si concentrasse maggiormente sul garantire la stabilità del sistema finanziario. Tutte le maggiori crisi mondiali e finanziarie, sono nate per la poca lungimiranza mostrata dagli operatori del mercato, che troppo spesso hanno preferito il beneficio a breve piuttosto che la stabilità e la sanità nel lungo periodo.

È in questa nuova ottica che nasce la disciplina degli E.L.T.I.F. (*European Long Term Investment Fund*), sia come slancio ottimistico per una ripresa economica, sia come forma di prudenza anticiclica. L'approccio dell'elaborato non si limita all'analisi tecnica di questi nuovi strumenti finanziari, ma all'importanza del loro *purpose*, contestualizzato all'ambiente finanziario da cui nascono e in cui vanno ad agire. Gli ELTIF non rappresentano solo uno strumento di investimento a lungo termine alternativo ai più comuni, ma si pongono come mezzo alternativo nel *matching* di fondi, anche per PMI e società non quotate. Essi infatti, come sottolineato dallo stesso Parlamento Europeo e dal Consiglio dell'Unione Europea, saranno valida soluzione alla difficoltà di reperire fondi da parte di quelle realtà che non possono facilmente emettere strumenti di debito o rappresentativi di capitale.

## **CAPITOLO 1. Contesto normativo e caratteristiche principali degli OICR**

Gli ELTIF, rientrano nella categoria dei FIA (Fondi di Investimento Alternativi), disciplinati dalla Direttiva 2011/61/UE, cosiddetta “AIFMD” (*Alternative Investments Funds Directive*), che rappresenta un tassello fondamentale del mosaico normativo in materia di Organismi di Investimento Collettivi del Risparmio, in quanto vuole essere complementare alle Direttive UCITS preesistenti. L’AIFMD affronta, infatti, tutte quelle tematiche specifiche in materia di fondi di investimento alternativi, quali la definizione delle responsabilità nell’ambito delle valutazioni delle quote e la disciplina del depositario. Parallelamente, l’intervento della UCITS IV ha fatto sì che i fondi alternativi di investimento avessero un contesto finanziario ben preciso su cui impattare, per cui l’introduzione del “passaporto europeo della SGR” ha permesso al gestore di uno Stato membro di amministrare un fondo insediato in un altro Stato membro. Il provvedimento risponde all’obiettivo di abbattere costi e favorire l’espansione del mercato dell’investimento collettivo, ma rappresenta soprattutto una conferma della volontà di abbattere le barriere intra europee per favorire un “mercato unico dei capitali”. Le direttive, inoltre, risultano molto dettagliate in materia di obblighi, divieti e oneri in capo ai gestori di fondi, sia in tema di correttezza e trasparenza dei comportamenti, sia in ambito tecnico operativo.

L’attenzione mostrata dalla normativa nei confronti della materia è spiegata dalla particolarità degli OICR, che si distanziano per natura dalle altre forme di investimento tipiche del settore finanziario. La Gestione collettiva del risparmio è

definita all'art.1, comma 1, lett. n) del Testo Unico della Finanza, come il “servizio che si realizza attraverso la gestione di Organismi Collettivi del Risparmio e dei suoi relativi rischi”. Allo stesso comma, lettera k) si fornisce la definizione di OICR come “organismo istituito per la prestazione di servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi”. Si può affermare che i legislatori, nella stesura dei regolamenti relativi al risparmio presso il pubblico, abbiano messo in luce l'appetibilità della gestione collettiva rispetto a quella individuale, poiché la prima può rappresentare qualcosa in più del semplice impiego di denaro. I fondi comuni di investimento, infatti, appaiono più “sicuri”, ma non per la natura dei titoli ammessi alla negoziazione, quanto per la modalità con cui avviene la gestione e la finalità che essa persegue. Il primo elemento distintivo degli OICR è che l'attività gestoria si svolge “in monte”, e cioè nell'interesse e per conto di una “pluralità” di investitori, in base a una politica di investimento predeterminata. La “collettività” della gestione assicura agli investitori che l'interesse del gestore coincida con quello della “pluralità”; caratteristica ulteriore è la “standardizzazione” della gestione, che non permette individualismi o favoreggiamenti. Il singolo investitore non ha alcun tipo di potere decisionale. La natura delle quote o azioni del fondo, infatti, si differenzia fortemente dal concetto di “partecipazione” al capitale tipico nella sua accezione amministrativa: esse non danno alcun diritto decisionale, ma esclusivamente patrimoniale. Questo comporta,

e allo stesso tempo spiega, un altro importante carattere distintivo di questa disciplina: la separazione giuridica tra il fondo e la società che lo gestisce. L'art. 36, comma 4 del TUF sancisce che ciascun fondo costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, e su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio. A supporto di quanto stabilito dal TUF, la Corte di Cassazione, nella sentenza n. 16605 Cass. Civ. Sez. I del 16/07/2010, ha confermato l'importanza del "patrimonio separato", sottolineando che se da un lato "i fondi comuni d'investimento costituiscono patrimonio separato della società che li ha istituiti, con la conseguenza che, in caso di acquisto immobiliare operato nell'interesse di un fondo, l'immobile acquistato deve essere intestato alla suindicata società di gestione", dall'altro assicura che "l'autonomia patrimoniale del fondo costituisce caratteristica essenziale". Dunque, un fondo istituito costituisce patrimonio separato dalla società di gestione e da ciascun partecipante, ma del quale è la SGR che si imputa la "situazione giuridica reale", fermo restando che il fondo è il principale centro di imputazione d'interessi. In ultima analisi, viene analizzata la normativa in materia di vigilanza e di obblighi di trasparenza. La supervisione spetta a Banca d'Italia e Consob, in base alle competenze, e perseguendo le finalità della vigilanza del sistema finanziario definite all'art. 5 TUF, ossia la "salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario", cui seguono la "tutela dell'investitore" e la "stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario", assicurandone allo stesso tempo competitività e osservanza

delle disposizioni. Il TUF non si limita a definire le finalità generali. I commi 2 e 3, infatti, specificano quali sono gli ambiti specifici operativi di controllo delle due autorità in questione: se da un lato Banca d'Italia è autorità competente in materia di gestione del rischio, stabilità patrimoniale e sana e prudente gestione, dall'altro la Consob vigila su trasparenza e correttezza dei comportamenti. Appare così evidente perché sia Banca d'Italia l'autorità principale in materia di fondi comuni, ma non l'unica. Come specificato ai comma 5 e 5-bis, entrambe operano in coordinazione attraverso scambi di informazioni, comunicazioni sull'operato e protocolli d'intesa resi pubblici. Il quadro autoritativo si completa a livello europeo con l'ESMA, autorità di vigilanza facente parte del *network* del SEVIF, che svolge la funzione di garantire la regolarità nei mercati finanziari. In linea con questo tipo di vigilanza, rivolta più alla prevenzione che alla "guarigione", è la costante ricerca della regolamentazione attraverso *best practice*.. Chiari esempi di questo tipo di regolamentazione sono: i *Global Investment Performance Standard* (GIPS), il *Fund Processing Passport* (FPP), elaborato dall'*European Fund and Asset Management Association* (EFAMA), o le "Linee Guida" delle associazioni di categoria e validate dalla Consob. L'obiettivo è quello di creare un sistema di informazione e *disclosure* uniforme e che non lasci spazio a comportamenti poco chiari, al fine di rendere l'investitore consapevole di informazioni importanti per la fiducia nei confronti dell'intermediario, e di conseguenza nel sistema finanziario.



## **CAPITOLO 2. Gli E.L.T.I.F.**

“Europa 2020”, la strategia decennale varata dall’UE allo scopo di prefissare specifici obiettivi che gli Stati membri devono raggiungere per un Europa più solida, attraverso una crescita intelligente e sostenibile, inquadra dunque uno dei principali obiettivi economici, e dunque scopo delle normative europee: creare un mercato unico dei capitali da cui possano trarre beneficio anche le PMI, al fine di procurarsi fondi in modi diversi da quelli tipici bancari.

Il Regolamento UE 2015/760 redatto in data 29 aprile 2015, contestualizzato nella disciplina dei Fondi di Investimento Alternativi, specifica che gli ELTIF, per definizione, rientrano nei cosiddetti FIA UE, gestiti da operatori autorizzati (GEFIA UE). Il testo pone *in primis* l’accento sull’importanza che tali fondi devono assumere nel contesto finanziario, sottolineando quanto questi debbano ricoprire un ruolo che va ben oltre la semplice alternativa ai più noti investimenti a medio e lungo termine. Si sottolinea che gli ELTIF possono essere dei validi metodi alternativi di finanziamento a PMI e società non quotate, che difficilmente riescono a trovare liquidità in un periodo in cui i *buffer* anticiclici proposti da Basilea III si sono rivelati un’arma a doppio taglio per l’economia reale.

Gli ELTIF presentano, dunque, delle caratteristiche distintive rispetto agli altri fondi tipici del panorama finanziario. L’aggettivo *European*, non si limita a rimarcare il concetto di “europeo” e in quanto tale armonizzato, ma vuole esprimere la volontà di prevedere il convoglio di capitali nazionali anche nei confronti di “Paesi terzi”, a beneficio dell’economia reale europea. Le

caratteristiche tipologiche più importanti, che rendono di fatto gli ELTIF innovativi nel panorama finanziario, sono: *in primis* il “lungo termine”, e l’obbligo assoluto di istituire il fondo in forma “chiusa”, vietando con rarissime eccezioni la possibilità di chiedere il rimborso delle quote prima della fine del ciclo di vita del fondo.

Ulteriori obblighi e divieti sono previsti in materia di tipologie di investimenti ammissibili. Il primo paragrafo dell’art. 9 del Regolamento ELTIF, dispone senza possibilità di interpretazione che le categorie di attività in cui un ELTIF può investire sono quelle ammissibili previste dal regolamento all’art.10, e tutte quelle attività elencate all’art.50, par.1, della direttiva UCITS. Il secondo paragrafo, invece, sancisce le attività che un ELTIF non può svolgere: assunzione di posizioni *short*, in *commodity*, creditorie o di *repurchase agreement* con alcune eccezioni; negoziazione di derivati, salvo per strategie di *hedging* inerenti agli altri investimenti del fondo. Il tema dell’ammissibilità di strumenti derivati in un fondo che si pone come investimento a lungo termine, e dunque “sicuro” per un’ampia gamma di risparmiatori, è molto delicato. Per questo motivo, la normativa non si limita a derogare il divieto in caso di strategia di copertura, ma al fine di assicurare uniformità interpretativa e “coerente applicazione” dell’articolo in questione, indica l’ESMA come autorità tecnica per l’elaborazione delle norme e dei criteri per stabilire i casi in cui è permesso usare i derivati come strumenti di copertura dei rischi inerenti agli investimenti ammessi al fondo. A tal proposito si prende in considerazione il *Draft regulatory technical standards under the ELTIF*

*Regulation*”, riportante tutte le consultazioni avvenute tra l’ESMA e gli *asset managers* comunitari, investitori istituzionali e associazioni di categoria, che affronta e spiega gli aspetti normativi e tecnici oggetto di maggiore criticità al momento dell’applicazione della normativa.

Come già accennato, gli ELTIF devono risultare attrattivi per gli investitori, in un periodo in cui la misura dell’attrazione di uno strumento finanziario si misura più con la “sicurezza” che con il rendimento elevato. La sana e prudente gestione come *ratio* legislativa in materia di politiche di investimento, è ben percepita nelle disposizioni in tema di composizione, diversificazione e concentrazione del portafoglio del fondo.

In merito alla commercializzazione degli ELTIF, l’articolo 31 del Regolamento prevede che le quote o le azioni del fondo siano commercializzate sia presso investitori istituzionali che investitori al dettaglio. Elemento centrale della normativa relativa alla commercializzazione, sono le informazioni da comunicare, in accordo con la volontà di creare un sistema di controllo basato sulla trasparenza e la *best practice*. In capo al gestore vi sono, infatti, numerosi doveri, tra cui quello di valutare se il fondo è effettivamente adeguato per una commercializzazione al dettaglio, utilizzando come metro la durata del ciclo di vita e la strategia d’investimento e informare chiaramente l’investitore circa queste informazioni. Il Regolamento ELTIF prevede anche obblighi di adeguata verifica dell’idoneità del cliente, per cui il gestore è tenuto a informarsi e prendere atto circa la conoscenza e l’esperienza nei settori pertinenti gli investimenti del fondo, nonché la capacità

finanziaria di farsi carico delle eventuali perdite, fermo restando la fornitura costante di consulenza in materia di investimenti.

La direzione verso cui tende tanto la *ratio* normativa quanto la successiva attività di vigilanza, è quella di salvaguardare la fiducia nel sistema finanziario al fine di evitare nuovi casi di “risparmio tradito”. Tenendo conto, dunque, della particolarità dei fondi ELTIF rispetto ad altri OICR tipici, vista anche la vasta gamma di investitori a cui sono potenzialmente rivolti, il legislatore ha previsto precisi obblighi di trasparenza delle informazioni, attraverso la stesura di documenti standardizzati non solo precontrattuali ma anche durante tutto il ciclo di vita dell’investimento, col fine di permettere ai risparmiatori di effettuare scelte consapevoli e ben ponderate, sulla base di informazioni chiare ed esaustive, con particolare attenzione alla matrice rischiosa dell’investimento.

### **CAPITOLO 3. ELTIF: nuove dinamiche di *fundmatching* e modelli di stima.**

Il Regolamento precisa che gli ELTIF si presentano come organo di investimento al servizio dell'economia reale. La recente crisi ha mostrato le necessità di legiferare con lungimiranza, cercando di assicurare correttezza e stabilità in un'ottica di lungo periodo. La chiave della stabilità sembra risiedere nella forte e inevitabile correlazione tra sistema finanziario e sistema economico. L'interconnessione tra due settori, che assicurano il benessere generale di uno Stato, comporta l'esigenza di creare norme che, a prescindere dall'ambito di applicazione, siano rivolte anche al settore che inevitabilmente influenzano. Lo scopo è quello di promuovere l'economia reale come base per la crescita economica di ogni Stato membro. È pacifico, ormai, che in non poche occasioni gran parte della responsabilità di una così forte crisi economica sia stata attribuita all'Unione Europea, vuoi per mancanza di una *leadership* in grado di indirizzare ogni Stato membro verso una direzione unitaria di crescita, vuoi per i metodi di *austerity* presentati come rimedio, ma che, di fatto, non hanno contribuito alla ripresa, ma solo alla crescita del malcontento nei confronti dell'Unione. Il crescere di nazionalismi antieuropeisti deriva sia da fattori socio-culturali, sia da fattori economici. Tra questi ultimi si ricordi il caso delle economie di Italia, Spagna, Irlanda e Grecia, che nell'ultimo decennio hanno evidenziato quanto il sistema finanziario non armonizzato sia pericoloso per l'economia reale. In particolare, è stato riscontrato, e confermato dalla stessa *European Banking Authority*, che i sistemi bancari europei si sono rivelati totalmente impreparati a uno *shock*

sistemico della portata dell'ultima crisi. A questo si aggiunge l'inadeguatezza con cui i singoli Stati membri e le autorità di vigilanza hanno recepito la normativa sovranazionale unitaria, contribuendo alla creazione di un'instabilità politica transfrontaliera dannosa. La critica mossa dal parere internazionale, inoltre, è nei confronti dell'eccessiva dipendenza che l'economia reale europea dimostra nei confronti del sistema bancario. Il sistema economico bancocentrico, infatti, è individuabile come la principale causa della trasformazione della crisi da finanziaria a economica. La perdita di solidità delle banche, infatti, ha provocato l'interruzione dell'afflusso di liquidità all'economia reale, provocando così un'inevitabile recessione. È opinione comune che sebbene la crisi finanziaria sia stata avviata dall'alta finanza americana, questa abbia provocato danni "*deeper and long-term*" all'economia reale Europea, proprio a causa della diretta connessione tra solidità finanziaria ed economica. Nonostante i tentativi da parte delle istituzioni finanziarie, della politica, e della stessa BCE, è stato necessario definire metodi alternativi per poter invertire il *trend* negativo della crescita economica. I settori in cui si intende agire con la normativa sovranazionale sono quelli che effettivamente rappresentano le fondamenta di un sistema stabile e sono di fatto l'uno motore dell'altro: il valore aggiunto delle PMI e gli investimenti finanziari. La nuova visione dei due ambiti deve prevedere che essi siano l'uno conseguenza dell'altro non in modo univoco, bensì vicendevolmente, creando un ciclo di creazione di valore da reinvestire per crearne di nuovo, in ottica di lungo periodo. Una PMI non può accedere al mercato dei capitali facilmente, motivo per cui vede

nella banca l'unica forma di finanziamento alternativa al capitale proprio. La stretta dipendenza che esiste tra l'operatività aziendale e il capitale proprio o della banca, rende l'impresa molto sensibile al ciclo economico e alle fluttuazioni dei tassi d'interesse imposti dalla finanza europea, con impatti disastrosi sull'economia delle stesse. Parallelamente, gli investimenti finanziari sono diventati poco attraenti per i risparmiatori, che hanno iniziato a non vedere differenza tra mantenere denaro in una cassetta di sicurezza e investirlo in strumenti finanziari, per via dell'irrisorio *spread* tra tasso d'inflazione e tassi d'interesse a medio e lungo termine, entrambi molto bassi. Il panorama europeo risultante è dunque una forma statica di sopravvivenza finanziaria, in cui i prestatori di fondi da un lato ricercano investimenti più rischiosi per ottenere rendimenti più elevati, rendendo pericolose le scelte commerciali delle banche, dall'altro, intimoriti dai bassi rendimenti dei loro investimenti, tendono a interrompere le spese, contribuendo al calo dei consumi generali. La situazione descritta, ha contribuito a considerare una progressiva decentralizzazione bancaria del sistema finanziario, verso piattaforme regolamentate alternative, quali sono il *crowdfunding* o gli stessi ELTIF. Essendo questi ultimi importanti strumenti a supporto dell'economia reale, è necessario che siano ben definite le tecniche di *pricing* e valutazione del valore che essi detengono in portafoglio, nonché dei rischi che assumono. In merito ai rischi, il CESR permette di scegliere tra due metodi: il VaR e il *Commitment approach*.

Poiché il portafoglio del fondo è potenzialmente composto da un elevato numero di quote rappresentative di capitale proprio o di debito di imprese, è utile conoscere

quali sono i metodi di valutazione d'impresa più affidabili in finanza aziendale, passando da modelli analitici (patrimoniali e reddituali), a modelli finanziari quali il *Discounted Cash Flow*, e infine modelli empirici quali il metodo dei “multipli” e le strategie “value”. Queste ultime in particolare sembrano essere le più adatte per un fondo ELTIF, poiché oltre ad essere un valido metodo di valutazione delle PMI, rappresenta una strategia d'investimento, riuscendo a superare i limiti dei modelli classici, spesso basati su assunzioni troppo forti. Basato su analisi di bilancio “aggiustate” a valori di mercato, il modello *value* ricerca tutte quelle imprese sottovalutate dal mercato, che potenzialmente sono in grado di creare vantaggi competitivi e crescite esponenziali. La strategia dunque ha l'obiettivo di individuare tali imprese e, investendo in esse, permettere la loro crescita. È evidente, a questo punto, che detenere tali aziende nel portafoglio di un fondo, significherebbe finanziare un'economia che è in grado di produrre valore, a sua volta da reinvestire.

In questo modo i fondi possono finanziare l'economia reale attraverso l'investimento diretto in PMI, e il valore creato da queste può tradursi in ulteriori investimenti finanziari, creando un “circolo anti-ciclico” che permetterebbe all'economia di autosostentarsi e autoregolarsi.

Gli ELTIF, dunque, rappresentano da un lato una valida forma di finanziamento in grado di supportare le imprese e allo stesso tempo investimento remunerativo per gli investitori.



## **Conclusioni**

L'elaborato vuole mettere in evidenza che, nonostante il clima di diffidenza e di pessimismo che ruota attorno al sistema economico-finanziario, esistono slanci di ricostruzione, che sono pura energia di innovazione, ma non hanno risonanza in un contesto in cui ogni componente di quella macchina che è l'Europa, è più concentrato a puntare il dito verso il componente debole, piuttosto che a sollevarlo per presentare la soluzione.

