

APPROFONDIMENTI

AIFMD 2: private credit e l'ingegneria della liquidità nei FIA

Febbraio 2026

Edoardo Guffanti, Partner, Fivers



Edoardo Guffanti, Partner, Fivers

> Edoardo Guffanti

Edoardo Guffanti è socio fondatore e Partner di Fivers. È attivo in ambito stragiudiziale dove ha maturato una consolidata competenza nell'assistenza a banche, SIM, SGR e imprese di assicurazione. Negli anni ha curato progetti connessi alla costituzione di intermediari bancari e finanziari, a operazioni di fusione e acquisizione, alla strutturazione di prodotti con alto contenuto regolamentare, a operazioni di sollecitazione all'investimento in prodotti finanziari complessi, nonché all'operatività transfrontaliera di intermediari italiani ed esteri.

1. Introduzione

Entro il 16 aprile 2026, tutti gli Stati membri dell'Unione Europea sono tenuti a recepire nei rispettivi ordinamenti le disposizioni introdotte dalla Direttiva (UE) 2024/927 (AIFMD II o la Direttiva), che modifica in modo significativo sia la Direttiva 2011/61/UE (AIFMD) sia la Direttiva 2009/65/CE (Direttiva UCITS). L'intervento normativo incide su una pluralità di profili di rilievo, tra cui, a titolo esemplificativo, gli accordi di delega, la gestione del rischio di liquidità, la disciplina dei servizi di custodia e di depositario, nonché la concessione di prestiti da parte dei fondi di investimento alternativi (FIA).

Il presente contributo non intende offrire un'analisi sistematica dell'intero impianto della Direttiva, ma si propone di concentrare l'attenzione sulle innovazioni di maggiore impatto per il settore del private credit, esaminando le principali novità introdotte rispetto al quadro regolamentare previgente.

Sebbene la AIFMD già prevedesse obblighi in materia di gestione del rischio, tali presidi erano stati concepiti nel 2011 prevalentemente con riferimento ai rischi tipici dei fondi che investono in strumenti finanziari ovvero formulati in termini generali – quali, ad esempio, il riferimento agli “altri rischi rilevanti” – senza una considerazione puntuale delle specificità proprie dell'attività di concessione di credito. Analogamente, la disciplina della gestione della liquidità non risultava pienamente calibrata per cogliere le caratteristiche operative dei FIA di credito, né per mitigare in modo efficace i potenziali rischi micro-prudenziali e macro-prudenziali connessi alla crescente diffusione di tali veicoli nel mercato europeo del finanziamento alle imprese.

Da qui l'esigenza – e, conseguentemente, l'intervento operato dalla AIFMD II – di introdurre una disciplina più mirata per i FIA che originano prestiti, volta a rafforzare il presidio dei rischi tipici dell'attività di *loan origination*, promuovere un approccio maggiormente omogeneo tra gli Stati membri e ridurre le incertezze applicative emerse in passato.

2. La nozione di FIA che concedono prestiti nella Direttiva

Proprio al fine di superare la frammentazione delle discipline nazionali che, nel quadro previgente, ha ostacolato lo sviluppo di un mercato europeo integrato dei FIA di credito, la Direttiva introduce una definizione armonizzata dell'attività di investimento consistente nella concessione di prestiti. Ai sensi

della AIFMD II, tale attività ricorre quando il prestito è concesso:

- (i) direttamente, da parte di un FIA che agisce in qualità di prestatore originario; oppure
- (ii) indirettamente, tramite un terzo o una società veicolo che concede il prestito per conto del FIA o per conto del GEFIA in relazione al FIA.

Su tale base, viene quindi introdotta la nozione di «FIA concedente prestiti» (*loan-originating AIF*), definito come il FIA la cui strategia di investimento consiste principalmente nella concessione di prestiti, ovvero il cui portafoglio di prestiti presenta un valore nozionale pari ad almeno il 50% del valore patrimoniale netto del fondo (art. 4 della Direttiva 2011/61/UE, come modificato da AIFMD II).

Alla luce di tale impostazione, la nozione di FIA concedente prestiti è idonea a ricomprendere i fondi la cui strategia di investimento è primariamente orientata al *direct lending*, sia in forma diretta sia indiretta. La stessa definizione chiarisce, infatti, che l'attività di "concessione di prestiti" presuppone che il finanziamento sia erogato dal FIA in qualità di prestatore originario, con la conseguente esclusione, sotto il profilo definitorio, delle operazioni aventi ad oggetto il mero acquisto di crediti già emessi sul mercato secondario. Analogamente, l'estensione della nozione ai casi in cui intervenga un soggetto terzo o una società veicolo che concede il prestito per conto del FIA o del GEFIA presuppone comunque un coinvolgimento – seppur indiretto – del FIA o del gestore nella fase di strutturazione del finanziamento e, dunque, nella "genesì" del credito.

Ne consegue che la disciplina unionale definisce un quadro armonizzato di regole riferito ai soli fondi che svolgono attività di erogazione diretta del credito, lasciando invece agli Stati membri la facoltà di disciplinare l'operatività dei FIA che investono esclusivamente o prevalentemente in crediti già esistenti, acquistati sul mercato secondario.

La scelta del legislatore europeo di circoscrivere l'ambito di intervento della Direttiva ai soli fondi che originano prestiti si inserisce nel percorso di riflessione sviluppatosi nell'ambito dei lavori preparatori dell'Unione dei mercati dei capitali. In tale contesto, l'ESMA¹ aveva evidenziato come la crescente dif-

fusione dell'attività di *loan origination* da parte dei fondi di investimento rendesse necessario un quadro normativo comune a livello unionale, volto a garantire condizioni di parità tra operatori, ridurre il rischio di arbitraggio regolamentare e favorire lo sviluppo transfrontaliero di tali attività. Le analisi condotte dall'ESMA avevano infatti mostrato come la maggior parte degli Stati membri consentisse, seppur con modalità differenti, l'erogazione di prestiti da parte dei fondi di investimento attraverso regimi nazionali ad hoc, dando luogo a un assetto frammentato, caratterizzato da requisiti eterogenei in termini di presidi prudenziali, limiti operativi e strutture organizzative. Tale frammentazione ha inciso in modo significativo sull'operatività transfrontaliera dei FIA attivi nel *loan origination*, costretti a confrontarsi con discipline nazionali non omogenee.

È in questo contesto che si spiega la scelta, recepita dalla Direttiva, di concentrare la disciplina europea sui fondi che svolgono attività di erogazione diretta di crediti, volto a disciplinare le attività che presentano un maggiore impatto sistemico e regolamentare, demandando ai singoli Stati membri la decisione se, e come, regolare quei FIA che operano sul mercato secondario dei crediti.

La disciplina contenuta nella Direttiva è stata quindi definita avendo presenti i rischi propri dell'attività di erogazione diretta del credito – tra cui, in particolare, il rischio di controparte, il rischio di selezione avversa, il rischio di allineamento di interessi tra erogatore e investitori, nonché il rischio di concessione eccessivamente aggressiva del credito in assenza di presidi prudenziali equivalenti a quelli bancari. In tale prospettiva si spiegano, ad esempio, le regole in materia di *retention*, di politiche di concessione del credito, di diversificazione del portafoglio e di limitazioni alla struttura finanziaria del fondo.

3. Il recepimento nell'ordinamento italiano

La scelta del legislatore europeo di delineare una disciplina specifica per i fondi di credito che originano i prestiti non comporta, quindi, né l'impossibilità che un FIA investa, in via esclusiva o prevalente, mediante l'acquisto sul mercato secondario di crediti già esistenti, né, per converso, la possibilità di svolgere tale attività in assenza di adeguati presidi regolamentari.

Essa implica piuttosto che tali attività debbano essere inquadrare in una logica regolamentare differenziata, coerente con la diversa natura dei rischi sottostanti. Il considerando 16 della AIFMD II stabilisce proprio questo principio, affermando che i FIA che erogano credito, indipendentemente dal fatto

¹ESMA, Opinion "Key principles for a European framework on loan origination by funds", 11 aprile 2016, ESMA/2016/596

che rientrino, o meno, nella definizione di “FIA concedente prestiti”, dispongano di procedure e processi efficaci per la concessione di prestiti, proporzionati all’entità della concessione ⁽²⁾.

Sino ad oggi, nel contesto italiano, i fondi di credito sono stati oggetto di una disciplina dedicata a seguito dell’introduzione dell’art. 46-*bis* TUF, il quale consente ai FIA italiani di concedere finanziamenti esclusivamente a soggetti diversi dai consumatori, nonché dell’adozione del D.M. n. 30 del 15 marzo 2015. Il legislatore nazionale ha così operato un coordinamento tra la disciplina dei FIA e il regime di riserva di attività previsto dal Testo Unico Bancario, configurando l’operatività dei fondi di credito quale fattispecie espressamente ammessa in deroga al perimetro ordinario degli intermediari abilitati alla concessione di finanziamenti al pubblico.

Sotto il profilo operativo, tali fondi possono essere istituiti sia quali fondi di “*loan origination*”, secondo la terminologia propria della Direttiva, sia quali fondi che investono mediante l’acquisto di crediti già esistenti – in bonis o deteriorati – ovvero investendo in entrambe queste *asset class*. L’ordinamento italiano, dunque, non configura il fondo di credito esclusivamente come soggetto originatore di finanziamenti, ma ammette una più ampia operatività in attivi creditizi, fermo restando il rispetto dei limiti e dei presidi previsti dalla disciplina di settore.

Alla luce di tale impostazione, in sede di recepimento della disciplina nel nostro ordinamento si è reso necessario operare una scelta di impostazione, dato che, nel nostro ordinamento, l’attività di concessione di finanziamenti comprende, come sopra chiarito, anche “*l’acquisto di crediti a titolo oneroso*” ³.

In tale quadro, la soluzione adottata nel decreto di recepimento è stata nel senso della continuità, includendo l’attività di acquisto di crediti nel perimetro dell’attività di “concessione prestiti” che è (com’era) consentita ai FIA di credito ⁴. Viene introdotto il nuovo comma 01 nell’articolo 46-bis, ai sensi

² In relazione all’impostazione della disciplina, fa riferimento ad un “*approccio a cerchi concentrici*” F. Annunziata, “*Fondi di investimento e mercati privati del credito, tra diritto societario e regolazione finanziaria*”, Riv. Soc., 2025, p. 569.

³ Art. 2, D.M. 2 aprile 2015, n. 53.

⁴ Alla data in cui questo contributo è stato finalizzato, il testo del decreto di recepimento non era stato ancora pubblicato nella Gazzetta Ufficiale. Le considerazioni svolte sono, quindi, basate sul testo del bozza.

del quale per “*investimento in crediti*” o “*investire in credito*” e “*concessione del prestito*” o “*concedere prestiti*” si intende l’attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma, incluso l’acquisto di crediti, svolta direttamente da parte di un FIA, o di un GEFIA per conto del FIA gestito e a valere sul patrimonio del FIA, oppure indirettamente.

La scelta del legislatore italiano non rappresenta, quindi, una discontinuità, ma costituisce piuttosto una conferma e razionalizzazione di un’impostazione già presente nel diritto interno. Già il D.M. 2 aprile 2015, n. 53, nel disciplinare l’attività di concessione di finanziamenti, ricomprendeva l’acquisto di crediti tra le modalità di esercizio dell’attività di concessione del prestito, valorizzando invece una lettura funzionale dell’attività creditizia svolta dal fondo.

La disciplina italiana mira, quindi, a evitare che FIA concedano in modo sistematico crediti, in assenza di presidi equivalenti a quelli previsti nel settore bancario. In tale ottica, si giustifica l’imposizione di requisiti specifici in materia di politiche di concessione del credito, di limiti alla leva finanziaria, di diversificazione del portafoglio e di meccanismi di allineamento di interessi, tutti presidi che trovano la loro giustificazione nell’esigenza di governare i rischi che si manifestano nella fase genetica del rapporto di finanziamento e nella decisione di allocazione originaria del credito.

Tuttavia, l’attività di acquisto di crediti sul mercato secondario, pur rientrando nel più ampio ambito degli investimenti in attivi creditizi, non determina un ampliamento diretto dell’offerta di finanziamenti al di fuori del circuito bancario. Essa si colloca, piuttosto, su un piano di redistribuzione e gestione del rischio di credito già originato, con profili di rischiosità che, sebbene rilevanti, risultano almeno in parte diversi da quelli che hanno giustificato l’introduzione della disciplina specifica sui FIA che originano prestiti.

Ne consegue che estendere tale disciplina anche ai FIA attivi esclusivamente o prevalentemente nell’acquisto di crediti sul mercato secondario potrebbe produrre una regolamentazione non pienamente coerente con la finalità perseguita, ampliando il perimetro applicativo oltre i casi in cui si realizza effettivamente una funzione sostitutiva o para-bancaria di concessione del credito.

4. L'attività transfrontaliera

Si è già avuto modo di accennare al fatto che uno degli obiettivi perseguiti dalla Direttiva sia quello di facilitare la creazione di un mercato europeo per i FIA che concedono prestiti. Il tema assume un'importanza centrale nell'ottica di favorire lo sviluppo di fonti di finanziamento alternative per l'economia reale dell'Unione Europea. Fino ad ora, il mercato europeo è stato infatti caratterizzato dalla presenza di barriere normative, derivanti dall'esistenza di regimi regolamentari differenti nei diversi Stati membri.

L'Italia non ha fatto eccezione. I FIA UE non italiani che intendevano operare nel mercato italiano mediante la concessione di finanziamenti (a soggetti diversi dai consumatori) erano infatti soggetti a una specifica – e non del tutto chiara – limitazione operativa: il FIA estero, oltre a dover essere autorizzato dalla propria autorità competente a investire in crediti e ad avere forma chiusa (in linea con quanto previsto per i FIA italiani), doveva presentare anche uno *“schema di funzionamento analogo”* a quello dei FIA italiani che investono in crediti.

Si trattava di un requisito regolamentare che, seppur formalmente inserito nel quadro del passaporto AIFMD, introduceva un elemento di valutazione della struttura del FIA estero rispetto allo standard domestico. Tale nozione di *“analogia”*, essendo priva di una definizione normativa, era caratterizzata da confini applicativi non univoci. Ne è derivato un assetto nel quale l'esercizio dell'attività transfrontaliera da parte dei FIA di credito UE risultava subordinato a un vaglio sostanziale di compatibilità con il modello nazionale. Ciò ha costituito un fattore di incertezza per gli operatori, in quanto la verifica dell'analogia risultava, di fatto, rimessa a una valutazione caso per caso da parte dell'Autorità di vigilanza.

A seguito dell'approvazione della Direttiva e, quindi, della definizione di un quadro regolamentare armonizzato per i fondi che originano prestiti, si è attenuata l'esigenza di verifiche di *“compatibilità”* del FIA UE con i modelli nazionali.

È in questo contesto che si colloca la scelta del legislatore italiano di abrogare integralmente il primo comma dell'art. 46-ter TUF, eliminando così la verifica dell'analogia dello schema di funzionamento, che aveva introdotto un filtro sostanziale all'operatività dei FIA UE in Italia.

La disposizione residua dell'art. 46-ter TUF, nella formulazione risultante dal recepimento, si limita a prevedere un obbligo informativo nei confronti della Banca d'Italia all'avvio dell'operatività in crediti in Italia da parte di FIA UE, senza introdurre condizioni sostanziali ulteriori. La scelta italiana rappresenta un segnale di apertura verso un'effettiva integrazione del mercato europeo dei FIA di credito, in cui il controllo si sposta dal confronto con il modello nazionale alla verifica del rispetto del quadro armonizzato unionale e delle regole di vigilanza generali applicabili ai FIA di credito.

Ciò non significa, tuttavia, che il tema dell'operatività transfrontaliera sia definitivamente *“chiuso”* sul piano applicativo. La Direttiva – pur dettando una disciplina armonizzata del prodotto, che dovrà essere recepita negli Stati membri secondo regole sostanzialmente analoghe, fatte salve le discrezionalità nazionali ammesse – non definisce gli eventuali requisiti autorizzativi connessi all'operatività di investimento su base transfrontaliera.

A ben vedere, infatti, il tema dell'attività transfrontaliera è soltanto accennato: i considerando pongono le basi per il c.d. passaporto per l'*“origination”* transfrontaliera di prestiti in favore dei GEFIA, che dovrebbe consentire ai FIA dell'Unione Europea di concedere finanziamenti verso qualsiasi altro Stato membro. Con riguardo ai crediti erogati ai consumatori, la nuova disciplina impone il rispetto delle regole europee, mediante il rinvio alla Direttiva 2008/48/CE e alla Direttiva (UE) 2021/2167, garantendo così un *level playing field* con gli altri operatori, in primis le banche.

Per i crediti concessi a soggetti diversi dai consumatori, l'AIFMD II non disciplina in modo puntuale ogni profilo dell'erogazione o dell'investimento in crediti su base transfrontaliera, né esclude spazi di discrezionalità nazionale in materie connesse. Anzi, la Direttiva, pur riducendo significativamente la frammentazione normativa, non esaurisce né neutralizza gli spazi di discrezionalità nazionale, con il rischio che, in sede di recepimento, emergano ancora differenze applicative suscettibili di incidere sull'effettiva portata dell'operatività transfrontaliera dei FIA di credito. La scelta del legislatore riflette, verosimilmente, l'esigenza di bilanciare l'obiettivo di integrazione del mercato europeo del credito alternativo con la salvaguardia delle competenze nazionali in settori considerati sensibili.

Ne emerge un assetto di armonizzazione *“parziale”*, incentrato sulla definizione di regole minime comuni in materia di gestione del rischio, concentrazione, leva finanziaria e organizzazione dell'attività

di erogazione, ma che non si traduce nell'istituzione di un passaporto pienamente autosufficiente per l'erogazione transfrontaliera del credito.

Quindi, l'effettiva portata dell'attività di erogazione transfrontaliera del credito all'interno dell'Unione dipenderà in larga misura dalle modalità con cui la Direttiva sarà recepita negli ordinamenti nazionali; eventuali restrizioni all'attività transfrontaliera appaiono, allo stato, ancora possibili, ancorché non auspicabili.

Ciò impone, a questo punto, di soffermarsi sulle nuove regole che disciplinano l'erogazione dei prestiti da parte dei FIA UE, le quali definiscono il quadro sostanziale entro cui l'attività transfrontaliera è destinata a svilupparsi.

5. Le nuove regole per l'erogazione dei prestiti

La AIFMD II interviene in modo sistematico, introducendo un quadro normativo volto a rafforzare il presidio dei rischi connessi all'attività di concessione del credito e ad assicurare una gestione prudente dei FIA, coerente con il duplice obiettivo – espressamente dichiarato dal legislatore unionale – di tutela degli investitori e di salvaguardia della stabilità finanziaria.

In tale prospettiva, la Direttiva chiarisce, in primo luogo, che la gestione dei FIA comprende l'attività di concessione di prestiti, definendo espressamente tale attività e superando così le incertezze interpretative emerse sotto il vigore della disciplina previgente. Su questa base, si inserisce la definizione di "FIA concedente prestiti", che assolve alla funzione di delimitare l'ambito di applicazione delle misure più incisive sotto il profilo prudenziale, senza tuttavia esaurire il perimetro dei fondi interessati dalle nuove regole in materia di erogazione del credito.

La Direttiva, infatti, non crea un regime unitario applicabile esclusivamente ai "FIA concedenti prestiti" in senso tecnico, ma articola la disciplina su più livelli, distinguendo tra presidi che si applicano a tutti i FIA che svolgono attività di erogazione di prestiti, anche quando tale attività non rappresenti la componente prevalente della strategia di investimento, e prescrizioni di carattere strutturale che trovano invece applicazione nei confronti dei soli "FIA concedenti prestiti".

In particolare, un primo nucleo di obblighi – concernenti le politiche di concessione del credito, la valutazione e il monitoraggio del rischio creditizio, nonché taluni limiti prudenziali funzionali al contenimento delle interconnessioni con altri operatori finanziari – si applica ogniqualvolta un FIA conceda prestiti, indipendentemente dal superamento della soglia del 50% del NAV. Le regole che presuppongono una qualificazione strutturale del fondo, quali i limiti armonizzati alla leva finanziaria, le condizioni per l'adozione della forma aperta e il rafforzamento dei presidi di gestione della liquidità, operano invece solo nei confronti dei FIA la cui strategia di investimento consiste principalmente nella concessione di prestiti.

La AIFMD II richiede in via generale che, con riferimento alle attività di concessione di prestiti, i gestori definiscano e attuino politiche, procedure e processi efficaci e proporzionati per: (i) la concessione del credito, (ii) la valutazione del rischio di credito e (iii) l'amministrazione, il monitoraggio e la gestione del portafoglio creditizio dei FIA interessati. Tali obblighi, che si inseriscono nel generale dovere di organizzazione interna del gestore, trovano applicazione ogniqualvolta un FIA svolga attività di concessione di prestiti, indipendentemente dalla qualificazione del fondo come "FIA concedente prestiti" in senso stretto. In tal senso depone il tenore letterale delle disposizioni, che fanno riferimento ai "GEFIA che gestiscono FIA che svolgono attività di concessione di prestiti", senza richiamare la nozione di *loan-originating AIF*, utilizzata invece nei successivi paragrafi dell'art. 15.

Accanto a tali presidi organizzativi, la Direttiva introduce inoltre un primo insieme di regole prudenziali di contenimento del rischio, volte a limitare le interconnessioni tra FIA e altri operatori del sistema finanziario, quale presupposto necessario per favorire uno sviluppo ordinato e transfrontaliero del mercato del credito alternativo. In questa prospettiva, è previsto che tutti i FIA che concedono prestiti – e non soltanto i FIA concedenti prestiti in senso tecnico – siano tenuti a rispettare il limite di concentrazione pari al 20% del capitale del FIA con riferimento ai prestiti concessi a determinate categorie di soggetti qualificati. Più precisamente, la Direttiva stabilisce che l'esposizione verso un singolo mutuatario non possa superare tale soglia qualora il prestatore sia un ente creditizio, un'impresa di investimento, una compagnia di assicurazione o riassicurazione, un conglomerato finanziario, un OICVM o un altro FIA.

La finalità della disposizione è chiaramente prudenziale: contenere il rischio di contagio e limitare le

esposizioni incrociate tra operatori finanziari, che potrebbero amplificare gli effetti sistemici derivanti dal deterioramento o dal default di soggetti di dimensioni rilevanti. Per tale ragione, il limite non si applica ai prestiti concessi a soggetti diversi da quelli indicati, quali, in particolare, le imprese industriali o commerciali.

Se la *ratio* della norma risulta chiara, la sua applicazione pratica solleva tuttavia alcune questioni interpretative. Un primo profilo concerne la determinazione del “capitale del FIA” rilevante ai fini del calcolo del limite nei fondi che operano mediante il meccanismo del richiamo degli impegni (*drawdown*). Il testo definitivo della Direttiva supera le incertezze emerse nella fase di proposta, chiarendo che il limite del 20% deve essere calcolato con riferimento al capitale complessivamente impegnato dagli investitori, secondo quanto previsto dal regolamento del FIA, indipendentemente dalle tempistiche di versamento, in coerenza con la finalità prudenziale della disciplina.

La norma fa sorgere, però, alcune incertezze interpretative nell'applicazione del limite di concentrazione alle strutture di credito indirette. La questione verte sulla qualificazione della controparte rilevante. Da un lato, un'interpretazione ancorata al mutuatario diretto risulterebbe maggiormente coerente con una lettura letterale della disposizione e con esigenze di certezza operativa; dall'altro, un approccio di tipo *look-through*, che valorizzi il beneficiario economico ultimo del finanziamento, apparirebbe più allineato alla *ratio* prudenziale della norma, volta a contenere il rischio di concentrazione e di contagio sistemico tra operatori finanziari.

In relazione ad alcune strutture di finanziamento utilizzate nella prassi – quali i prestiti a società veicolo, le strutture *back-to-back* o i finanziamenti concessi a entità intermedie nell'ambito di operazioni di finanziamento multilivello – l'assenza di un chiarimento espresso rischia di tradursi in approcci applicativi divergenti tra autorità di vigilanza, fenomeni di arbitraggio regolamentare o di eccessiva compressione di modelli operativi legittimi.

La Direttiva interviene poi sui rischi connessi al modello *originate to distribute*, introducendo un obbligo di *retention* a carico del FIA che abbia originato prestiti e successivamente li ceda sul mercato secondario. In tali ipotesi, il FIA è tenuto a mantenere un interesse economico pari almeno al 5% del valore nominale del prestito ceduto, secondo una logica in parte analoga – pur non sovrapponibile – a quella

prevista dalla disciplina delle cartolarizzazioni. La finalità della disposizione è quella di incentivare una prudente selezione dei prenditori, evitando che il gestore sia indotto a concedere credito con l'unico obiettivo di trasferirne rapidamente il rischio a terzi.

Rispetto alla proposta iniziale della Commissione, il testo definitivo della Direttiva introduce un impianto più sofisticato, prevedendo una serie di deroghe all'obbligo di *retention* nei casi in cui la cessione del prestito risponda a esigenze coerenti con la sana e prudente gestione del FIA o derivi da vincoli normativi esterni. L'obbligo non si applica, in particolare, alle vendite effettuate nel contesto della liquidazione del fondo. In tale scenario, la funzione di presidio contro l'azzardo morale perde rilievo, poiché il gestore non si trova più nella fase di costruzione o rotazione ordinaria del portafoglio, bensì in quella di dismissione ordinata degli attivi.

Analoga logica sottende l'esenzione prevista per le cessioni rese necessarie dall'osservanza di misure restrittive adottate a livello unionale o per il rispetto dei requisiti del prodotto. In questi casi, la cessione del prestito non è espressione di una scelta opportunistica del gestore, bensì conseguenza di un vincolo esterno o di obblighi derivanti dalle caratteristiche del FIA.

Particolarmente significativa è infine la deroga che consente la cessione qualora essa sia necessaria per l'attuazione della strategia di investimento nel migliore interesse degli investitori, nonché quella riferita al deterioramento del rischio di credito del prenditore, a condizione che l'acquirente sia informato di tale circostanza.

La previsione secondo la quale l'obbligo di *retention* viene meno qualora la vendita sia giustificata da un deterioramento della qualità creditizia del prenditore, rilevato nell'ambito delle procedure di gestione del rischio del gestore, introduce un coordinamento diretto tra disciplina della *retention* e sistemi interni di risk management, evitando che il gestore sia costretto a mantenere in portafoglio esposizioni divenute eccessivamente rischiose. In questo modo, la Direttiva evita l'effetto distorsivo che sarebbe derivato da un obbligo di *retention* assoluto, preservando la possibilità di una gestione attiva e prudente del rischio di credito.

Nel complesso, emerge un equilibrio regolamentare articolato, che da un lato scoraggia modelli puramente distributivi e comportamenti opportunistici e, dall'altro, preserva la flessibilità gestionale ne-

cessaria per operare nell'interesse degli investitori, in coerenza con gli obiettivi di tutela degli investitori e di stabilità del sistema finanziario.

6. I nuovi limiti alla leva finanziaria dei FIA che concedono prestiti

Tra le innovazioni di maggiore impatto introdotte dalla AIFMD II si colloca la previsione di limiti armonizzati alla leva finanziaria applicabili ai "FIA concedenti prestiti". L'articolo 15 della Direttiva, come modificato, introduce un tetto massimo alla leva finanziaria differenziato in funzione della struttura del FIA, pari al 175% per i FIA aperti e al 300% per i FIA chiusi, calcolato secondo il metodo degli impegni in rapporto al valore patrimoniale netto del FIA.

La Direttiva chiarisce inoltre che non rientrano nel calcolo della leva finanziaria gli accordi di assunzione di prestiti integralmente coperti dagli impegni di capitale contrattualmente assunti dagli investitori, attenuando così l'impatto della nuova disciplina sulle strutture che ricorrono a forme di finanziamento temporaneo funzionali alla gestione della liquidità.

I considerando della AIFMD II precisano, al contempo, che i limiti di leva finanziaria applicabili ai FIA che concedono prestiti non devono dipendere dalla tipologia di investitori presso i quali tali FIA sono commercializzati (professionali o al dettaglio), bensì dalle caratteristiche strutturali del veicolo. Sotto questo profilo emerge una significativa differenza rispetto all'attuale quadro regolamentare italiano. In base al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia, infatti, i FIA riservati che investono in crediti sono oggi soggetti a un limite di leva finanziaria pari a 1,5, mentre per i FIA chiusi non riservati che investono in crediti l'assunzione di finanziamenti è consentita entro il limite massimo del 30% del valore complessivo netto del fondo.

In vista del recepimento della Direttiva nel nostro ordinamento, occorre infine rilevare che la AIFMD II fa salva la facoltà per gli Stati membri di imporre limiti di leva finanziaria più stringenti qualora ciò sia ritenuto necessario per garantire la stabilità e l'integrità del sistema finanziario, lasciando così spazio a scelte nazionali di carattere prudenziale.

7. La forma chiusa o aperta

Un'ulteriore rilevante novità introdotta dalla AIFMD II riguarda la forma (aperta o chiusa) dei FIA che svolgono attività di concessione di prestiti. La Direttiva non impone, infatti, l'adozione obbligatoria della forma chiusa, ma colloca la scelta strutturale del FIA all'interno di un più ampio quadro di coerenza tra struttura finanziaria del fondo, natura degli attivi e gestione del rischio di liquidità.

In tale prospettiva, i *FIA concedenti prestiti* dovrebbero, di regola – ma non necessariamente – essere strutturati come fondi chiusi, al fine di evitare disallineamenti tra la durata delle attività, tipicamente illiquide, e i diritti di rimborso riconosciuti agli investitori. Questa opzione, per così dire "di default", adottata dalla Direttiva risponde a una logica chiaramente prudenziale: i prestiti presentano una liquidità secondaria normalmente limitata e tempi di realizzo incerti, sicché la previsione di rimborsi frequenti può tradursi in vendite forzate degli attivi, con conseguenti tensioni tra investitori rimborsanti e investitori residui.

La forma chiusa rappresenta dunque la soluzione ordinaria; tuttavia, i modelli aperti restano un'opzione percorribile, purché il gestore dimostri che la struttura del FIA e i presidi di liquidità siano compatibili con il profilo degli attivi. È su questo punto che gli standard tecnici elaborati dall'ESMA assumono un rilievo decisivo. Gli RTS chiariscono infatti che la possibilità per un FIA che eroga prestiti di operare in forma aperta non dipende da una valutazione meramente formale, bensì dalla capacità del gestore di progettare un'architettura di liquidità coerente con la natura *cash-flow based* del portafoglio creditizio.

In particolare, i flussi di cassa attesi derivanti dai prestiti – e non soltanto la liquidità detenuta o gli attivi prontamente negoziabili – possono essere considerati, ai fini della valutazione della liquidità, una fonte strutturale di copertura dei rimborsi. I flussi di cassa generati dai prestiti (rimborsi di capitale, interessi e scadenze) assumono, pertanto, un ruolo centrale nella capacità del FIA di far fronte alle richieste di rimborso. Si riconosce così una specificità del *private credit*, in cui la liquidità non è legata esclusivamente alla pronta dismissione degli attivi, bensì anche alla prevedibilità dei rientri contrattuali.

Nel complesso, la disciplina europea delinea un equilibrio normativo articolato: la forma chiusa resta la configurazione naturale per i FIA di *loan origination*, mentre la forma aperta è ammessa quale regime derogatorio, subordinato alla capacità del gestore di dimostrare, in modo continuativo, la sostenibilità

del profilo di liquidità del veicolo.

Coerentemente, il decreto di recepimento della Direttiva prevede che i *FIA di credito italiani* – inclusi quelli che investono prevalentemente sul mercato secondario mediante l’acquisto di crediti – possano essere istituiti in forma aperta, a condizione che il gestore sia in grado di dimostrare alla Banca d’Italia che il sistema di gestione del rischio di liquidità è compatibile con la strategia di investimento e con la politica di rimborso del FIA. Sarà pertanto possibile istituire un FIA di credito in forma aperta a condizione di definire un’architettura finanziaria fondata su un’attenta calibrazione dei periodi di preavviso e della frequenza dei rimborsi, nonché sull’eventuale introduzione di periodi minimi di detenzione, meccanismi di scaglionamento delle richieste e sull’utilizzo coordinato degli strumenti di gestione della liquidità, così da governare il fisiologico “attrito” tra illiquidità degli attivi e forma aperta del veicolo.

In questa prospettiva, la compatibilità con la forma aperta non si configura come una facoltà generalizzata, bensì come il risultato di una progettazione ex ante accurata del ciclo dei flussi finanziari del fondo. Ne consegue che l’esame della nuova disciplina deve ora concentrarsi sugli strumenti di gestione della liquidità, la cui funzione non è meramente accessoria, bensì strutturale, e che rappresentano il principale punto di equilibrio tra l’illiquidità intrinseca delle attività creditizie e l’esercizio dei diritti di rimborso da parte degli investitori.

8. Strumenti di gestione della liquidità per i fondi aperti

Nella AIFMD erano già presenti disposizioni di carattere generale in materia di gestione della liquidità e di controllo dei rischi, ma tali regole non erano state concepite avendo specificamente riguardo ai FIA che svolgono attività di concessione di prestiti. La riforma interviene proprio su questo punto: la Direttiva (UE) 2024/927 colloca la gestione del rischio di liquidità tra gli assi portanti del nuovo assetto regolamentare, rafforzando l’approccio armonizzato all’utilizzo degli strumenti di gestione della liquidità (liquidity management tools – LMT) a livello unionale ⁵.

⁵ In attuazione della Direttiva AIFMD e della Direttiva UCITS, come modificate, l’ESMA è incaricata di elaborare RTS volti a definire le caratteristiche degli strumenti di gestione della liquidità (LMT) applicabili ai FIA aperti e agli OICVM. Il 15 aprile 2025 l’ESMA ha pubblicato il Rapporto finale sugli RTS e il Rapporto finale sugli Orientamenti in materia di LMT. Gli RTS sono stati adottati dalla Commissione Europea il 17 novembre 2025, con alcune modifiche

Per i FIA di credito in forma aperta, il tema assume una rilevanza strutturale. La presenza in portafoglio di prestiti – per loro natura illiquidi, caratterizzati da piani di ammortamento predeterminati e da mercati secondari non sempre profondi – genera un fisiologico disallineamento tra il profilo di liquidità dell’attivo e il diritto di rimborso riconosciuto agli investitori.

Proprio al fine di attenuare i rischi di trasformazione delle scadenze (maturity transformation) e di vendite forzate in condizioni di mercato avverse, il legislatore europeo ha previsto che i FIA concedenti prestiti possano mantenere una struttura aperta solo se supportati da un sistema di gestione della liquidità particolarmente robusto, coerente con la strategia di investimento, la composizione del portafoglio di prestiti e la redemption policy del fondo.

In tale prospettiva, il legislatore europeo non si limita a rafforzare gli obblighi organizzativi gravanti sui GEFIA, ma individua un catalogo chiuso e uniforme di strumenti di gestione della liquidità, destinato a costituire il riferimento comune per tutti gli Stati membri.

L’elenco armonizzato degli strumenti di gestione della liquidità è contenuto nell’allegato V della Direttiva 2011/61/UE, come modificata dalla AIFMD II, e comprende nove strumenti, riconducibili, in sintesi, a: (i) la sospensione delle sottoscrizioni, dei riacquisti e dei rimborsi; (ii) la limitazione quantitativa dei rimborsi in un determinato periodo; (iii) l’introduzione di periodi di preavviso per il rimborso; (iv) l’applicazione di commissioni di rimborso; (v) il meccanismo dello swing pricing; (vi) la doppia tariffazione; (vii) il prelievo anti-diluitivo (dilution levy); (viii) i rimborsi in natura; nonché (ix) la segregazione di attivi illiquidi mediante conti *side pocket*.

La Direttiva impone ai GEFIA che gestiscono FIA concedenti prestiti in forma aperta – e, più in generale, a tutti i FIA aperti – l’obbligo di selezionare e includere nel regolamento o nei documenti costitutivi del FIA almeno due strumenti di gestione della liquidità tra quelli indicati ai punti da (ii) a (viii) dell’allegato V, in modo coerente con la strategia di investimento, il profilo di liquidità e la politica di rimborso del fondo, affinché i meccanismi ordinari di gestione della liquidità siano definiti ex ante e conoscibili dagli

rispetto al testo originario. Tali modifiche hanno reso necessario un adeguamento mirato degli Orientamenti, al fine di garantirne la coerenza con gli RTS adottati. Gli interventi hanno riguardato, in particolare, i redemption gates e i costi di transazione per gli LMT anti-dilution.

investitori.

Di particolare rilievo è l'introduzione del nuovo paragrafo 2-*quater* dell'art. 16 della Direttiva 2011/61/UE, che attribuisce al GEFIA che gestisce un FIA di tipo aperto il potere, nell'interesse degli investitori, di sospendere temporaneamente la sottoscrizione, il riacquisto e il rimborso delle quote o azioni del FIA, nonché di attivare conti *side pocket*, anche in assenza di una specifica previsione nei documenti regolamentari o costitutivi del fondo.

Diversamente, la possibilità di attivare gli altri strumenti di gestione della liquidità (di cui ai punti da (ii) a (viii) dell'allegato V) resta subordinata alla loro previa inclusione nella documentazione del FIA e al rispetto delle condizioni stabilite dal paragrafo 2-*ter* del medesimo articolo.

Emerge, pertanto, una chiara distinzione tra strumenti di gestione della liquidità di natura essenzialmente "contrattuale", in quanto selezionati e disciplinati ex ante nella documentazione del FIA, e strumenti che assumono la natura di poteri "legali" di ultima istanza, direttamente riconosciuti al gestore dalla normativa europea. In questa seconda categoria rientrano la sospensione delle sottoscrizioni, dei riacquisti e dei rimborsi, nonché l'istituzione di conti *side pocket*, il cui utilizzo è consentito soltanto in circostanze eccezionali, purché giustificato alla luce dell'interesse degli investitori del FIA. Resta fermo che il ricorso a tali misure non esonera il GEFIA né dal rispetto dei principi di correttezza e proporzionalità, né dall'onere di motivare adeguatamente le proprie decisioni nei confronti delle autorità competenti.

9. Gli strumenti di gestione della liquidità. Le sospensioni

Come sopra accennato, i gestori di FIA dovrebbero valutare l'attivazione del meccanismo della "sospensione" delle sottoscrizioni e dei rimborsi esclusivamente in circostanze eccezionali e qualora ciò risulti giustificato alla luce dell'interesse degli investitori.

Il concetto di "circostanze eccezionali" è volutamente elastico; tuttavia, un elenco non esaustivo di tali circostanze è contenuto nelle Linee guida ESMA e comprende, tra l'altro: difficoltà significative nella valutazione degli attivi; gravi tensioni di liquidità (ad esempio a seguito di *margin calls* o di richieste di rimborso di entità rilevante) qualora la vendita degli attivi possa determinare criticità per il FIA (quali, a

titolo esemplificativo, dismissioni a sconti significativi); incidenti informatici di natura critica che incidano sulla capacità operativa del fondo; chiusure impreviste dei mercati o restrizioni alle negoziazioni.

Nell'impossibilità di individuare un elenco chiuso delle circostanze in cui sia legittimo ricorrere alla sospensione, risulta più utile chiarire l'ambito e le modalità di utilizzo di tale strumento. In particolare, la sospensione può estendersi anche al calcolo del valore patrimoniale netto (NAV) nei casi di significativa incertezza valutativa, ossia quando non sia oggettivamente possibile determinare il valore del patrimonio del FIA in modo attendibile. Al di fuori di tali ipotesi, e laddove le condizioni lo consentano, il gestore dovrebbe invece continuare a procedere alla valutazione degli attivi e alla pubblicazione del NAV, al fine di assicurare un'adeguata informativa agli investitori, anche quando le sottoscrizioni, i riacquisti e i rimborsi sono temporaneamente sospesi.

È utile ricordare anche il principio generale secondo cui il gestore dovrebbe operare affinché la sospensione delle sottoscrizioni e dei rimborsi abbia carattere temporaneo, ossia sia adottata con l'obiettivo di riaprire il fondo non appena le condizioni lo consentano, eventualmente anche mediante la successiva creazione di comparti segregati (*side pockets*).

Pur non essendo compatibile con l'obiettivo del presente scritto un'analisi puntuale delle disposizioni regolamentari dei FIA, è sufficiente evidenziare la necessità di definire con chiarezza i criteri di calibrazione delle sospensioni, includendo almeno: (a) i criteri per la valutazione delle condizioni che ne determinano l'attivazione; (b) i criteri per il riesame periodico della decisione di sospensione.

10. Strumenti di gestione della liquidità: i "redemption gates"

Nel quadro delineato dalle Linee guida ESMA e dagli RTS in materia di strumenti di gestione della liquidità, i *redemption gates* sono qualificati come strumenti ordinari di gestione delle tensioni di liquidità, distinti sia dalle sospensioni dei rimborsi sia dall'attivazione dei *side pockets*. Mentre le sospensioni sono ammesse esclusivamente in presenza di circostanze eccezionali e comportano un arresto generalizzato dei diritti di sottoscrizione e rimborso, e i *side pockets* determinano la segregazione di specifiche attività del fondo, i *redemption gates* consentono una modulazione quantitativa e temporanea dei rimborsi, preservando la continuità operativa del FIA.

In tale prospettiva, la scelta dell'ESMA di non prevedere limiti né alla durata massima né al numero di attivazioni dei *gates* è volta a lasciare al gestore un margine di valutazione coerente con le caratteristiche del fondo e con le condizioni di mercato, fermo restando il requisito imprescindibile della temporaneità della misura. Tale impostazione è funzionale a prevenire il *first-mover advantage* ed è coerente con l'impianto della AIFMD II, che valorizza l'uso coordinato degli LMT come parte integrante del sistema di gestione della liquidità dei FIA aperti.

I *gates* si configurano, in questa prospettiva, come uno strumento di attenuazione graduale delle tensioni di liquidità, particolarmente adatto a FIA nei quali la liquidità deriva in larga misura dai flussi contrattuali dei prestiti piuttosto che da mercati secondari profondi.

Proprio in ragione di tale funzione, la disciplina contrattuale dei *gates* deve essere calibrata con particolare attenzione. Una formulazione inadeguata⁶ può infatti generare incentivi distorti, inducendo gli investitori a presentare richieste di rimborso anticipate o di importo superiore al fabbisogno effettivo, alimentando dinamiche di corsa all'uscita (*run dynamics*). In tale ottica, appare preferibile che i meccanismi di allocazione della liquidità disponibile in presenza di *gates* si fondino su criteri pro-rata riferiti alla dimensione dell'investimento, piuttosto che all'importo della singola richiesta di rimborso, così da preservare l'equità tra investitori.

Proprio al fine di mitigare il *first-mover advantage*, la Commissione europea ha modificato la proposta di RTS dell'ESMA, precisando che, nei FIA aperti partecipati da un numero limitato di investitori professionali, i gestori dovrebbero valutare l'adozione di *gates* applicabili a livello di singolo investitore – espressi alternativamente come percentuale della partecipazione dell'investitore nel FIA o come per-

⁶ Con riguardo, infine, alla necessità che gli strumenti di gestione della liquidità – e, in particolare, i *redemption gates* – siano adeguatamente descritti nella documentazione del FIA, è stato correttamente osservato che una disclosure eccessivamente analitica sugli LMT potrebbe, in via teorica, alterare il comportamento degli investitori. In particolare, la prevedibilità delle azioni del gestore rischia di agevolare richieste di rimborso di natura opportunistica, incidendo negativamente sull'equilibrio del FIA. Tale osservazione presenta un fondamento concreto e induce a ritenere auspicabile che l'autorità di vigilanza richieda una calibrazione della trasparenza, piuttosto che la sua massimizzazione. Una descrizione troppo dettagliata delle modalità di attivazione degli strumenti di gestione della liquidità potrebbe infatti produrre effetti controintuitivi, ponendosi in tensione con l'obiettivo, centrale nella riforma, di tutela della parità di trattamento tra gli investitori.

centuale del valore patrimoniale netto del fondo – anche in combinazione con *gates* a livello di fondo.

In una prospettiva sistematica, *gates*, sospensioni dei rimborsi e *side pocket* si collocano lungo una medesima scala di strumenti di gestione della liquidità, caratterizzata da un'incidenza crescente sui diritti degli investitori. I *gates* rappresentano la misura meno invasiva e maggiormente reversibile; le sospensioni costituiscono strumenti eccezionali e temporalmente circoscritti; i *side pocket* determinano infine una riorganizzazione strutturale del fondo mediante la segregazione di attivi illiquidi. È, dunque, necessario preservare una gerarchia funzionale tra gli strumenti di gestione della liquidità, evitando che misure eccezionali divengano strumenti ordinari di gestione. In tale contesto, il diritto dell'Unione affida al gestore il compito di selezionare lo strumento più adeguato secondo una logica progressiva e proporzionata, bilanciando stabilità del fondo, prevenzione di comportamenti opportunistici e parità di trattamento degli investitori.

11. Gli “altri” strumenti di gestione della liquidità: lo “swing pricing” e la doppia tariffazione

Nell'ambito degli strumenti di gestione della liquidità, l'oscillazione dei prezzi (*swing pricing*) e la doppia tariffazione (*dual pricing*) condividono la finalità di imputare agli investitori che effettuano sottoscrizioni o rimborsi i costi di liquidità generati da tali operazioni, evitando effetti diluitivi a carico degli investitori rimanenti.

I due strumenti si fondano tuttavia su logiche operative differenti. Lo *swing pricing* opera mediante la rettifica di un unico NAV, applicando un fattore di oscillazione predeterminato quando i flussi netti superano determinate soglie. Tale meccanismo non altera il processo di valutazione delle attività, ma corregge il prezzo di sottoscrizione o rimborso al fine di riflettere i costi espliciti e impliciti connessi alle operazioni necessarie per gestire i flussi di liquidità.

La doppia tariffazione comporta invece la determinazione di due prezzi distinti – di sottoscrizione e di rimborso – derivati dal NAV ma rettificati separatamente per riflettere i costi di liquidità. Ciò implica una maggiore complessità operativa, ma consente una più puntuale imputazione dei costi alle singole operazioni di ingresso e di uscita.

L'adozione di entrambi tali strumenti richiede, in ogni caso, metodologie robuste di stima dei costi di

transazione e procedure interne idonee a evitare utilizzi distorsivi, suscettibili di generare vantaggi indebiti per specifiche categorie di investitori.

La scelta tra *swing pricing* e *dual pricing* rientra nella valutazione discrezionale del gestore, che deve selezionare il meccanismo più coerente con la strategia di investimento, il profilo di liquidità degli attivi e le caratteristiche della base degli investitori.

In linea con l'impostazione delle Linee guida ESMA, entrambi gli strumenti assumono rilievo quali misure di primo livello nella gestione delle tensioni di liquidità, in quanto idonee a preservare la continuità operativa del fondo senza incidere direttamente sull'esercizio del diritto di rimborso. L'efficacia di questi due meccanismi si fonda sulla possibilità di stimare in modo attendibile i costi di negoziazione. Pertanto, in condizioni di mercato estreme, quando la formazione dei prezzi risulti gravemente compromessa, altri strumenti – quali *gates* o sospensioni – possono risultare più adeguati, a conferma della natura complementare, e non sostitutiva, dei diversi meccanismi nel sistema delineato dalla AIFMD II.

12. La distribuzione in natura vs le *side pocket*

La previsione secondo cui il rimborso in natura può essere attivato esclusivamente nei confronti di investitori professionali e deve avvenire in forma strettamente *proporzionale* rispetto alle attività detenute dal fondo si iscrive direttamente nel principio di parità di trattamento degli investitori, che costituisce uno dei pilastri della disciplina europea degli organismi di investimento collettivo.

In assenza del requisito di proporzionalità, il rimborso in natura potrebbe consentire l'assegnazione agli investitori uscenti di attivi più liquidi o di migliore qualità, lasciando nel patrimonio residuo esposizioni più illiquide o deteriorate. Il vincolo della proporzionalità assolve pertanto alla funzione di preservare l'equilibrio economico tra gli investitori, evitando trasferimenti selettivi di valore.

Anche la disciplina dei *side pocket* trova il proprio fondamento nel principio di parità di trattamento degli investitori, sebbene operi secondo una logica differente rispetto al rimborso in natura proporzionale. Attraverso la segregazione di specifiche attività illiquide o problematiche, i *side pocket* mirano a evitare che la necessità di soddisfare richieste di rimborso comporti una svalutazione forzata di tali attivi, con effetti redistributivi negativi tra investitori uscenti e investitori rimanenti. In questo caso, la

parità di trattamento è tutelata mediante l'attribuzione indistinta della quota segregata a tutti gli investitori, indipendentemente dal momento di ingresso o di uscita dal fondo.

La differenza tra i due strumenti riflette una diversa declinazione dello stesso principio. Il rimborso in natura proporzionale preserva la parità di trattamento sul piano della composizione economica del portafoglio attribuito all'investitore uscente, impedendo trasferimenti selettivi di valore. I *side pocket*, invece, tutelano la parità di trattamento nel tempo, assicurando che gli effetti dell'illiquidità o del deterioramento di specifiche attività siano condivisi in modo orizzontale tra tutti gli investitori, senza che alcuni possano sottrarsi alle relative conseguenze mediante un'uscita anticipata.

Nel complesso, rimborso in natura proporzionale e *side pockets* rappresentano due tecniche regolamentari complementari, attraverso le quali il legislatore europeo persegue una concezione sostanziale della parità di trattamento, intesa non come mera uguaglianza formale dei diritti, ma come equilibrio economico tra le posizioni degli investitori nel corso dell'intero ciclo di vita del fondo.

13. Il regime transitorio

La AIFMD II disciplina in modo articolato il regime transitorio applicabile ai FIA concedenti prestiti già esistenti, delineando un meccanismo condizionato. Ai sensi dell'art. 15, paragrafo 6, i GEFIA che gestiscono FIA concedenti prestiti costituiti anteriormente al 15 aprile 2024 sono considerati conformi alle nuove disposizioni in materia di concentrazione dei prestiti, leva finanziaria e gestione della liquidità fino al 16 aprile 2029. Tale esenzione transitoria è tuttavia accompagnata da un vincolo di standstill: fino a tale data, qualora il valore nozionale dei prestiti verso un singolo mutuatario o il livello di leva finanziaria superino i nuovi limiti armonizzati, essi non possono essere ulteriormente incrementati; specularmente, ove tali valori risultino inferiori alle soglie fissate dalla Direttiva, non possono essere aumentati oltre i relativi limiti. In tal modo, il legislatore unionale evita effetti di discontinuità immediata, ma impedisce che il periodo transitorio sia utilizzato per ampliare profili di rischio incompatibili con il nuovo assetto regolamentare.

La Direttiva prevede inoltre un regime particolarmente favorevole per i FIA concedenti prestiti costituiti prima del 15 aprile 2024 che non raccolgano capitale aggiuntivo successivamente a tale data, i quali sono considerati conformi alle nuove disposizioni per quanto riguarda i prestiti in essere. È altresì rico-

nosciuta al GEFIA la facoltà di optare volontariamente per l'applicazione anticipata delle nuove regole,
previa informativa all'autorità competente dello Stato membro d'origine.



DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**
