



FIA DI CREDITO E DIRECT LENDING:

PRIME CONSIDERAZIONI ALLA LUCE DEL RECEPIMENTO DI AIFMD2

ADVANT Nctm

1. INTRODUZIONE

Con il D.Lgs. 13 marzo 2026, n. 39 (di seguito, il "**Decreto**"), il legislatore italiano ha dato attuazione alla Direttiva (UE) 2024/927 (di seguito, "**AIFMD II**" o "**Direttiva**"), intervenendo in modo significativo sul D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito, il "**TUF**") e ridisegnando, tra l'altro, la disciplina applicabile ai fondi di investimento alternativi ("**FIA**") che investono in crediti. Il recepimento si colloca nel più ampio processo di adeguamento dell'ordinamento interno alle innovazioni introdotte a livello unionale in materia di gestione collettiva, con particolare riguardo alla concessione di prestiti da parte dei FIA, alla gestione del rischio di liquidità, ai meccanismi di delega e al regime del depositario.

Come già osservato in un [nostro precedente intervento](#) in merito alle novità della Direttiva, alcuni dei profili di maggiore incertezza nel nuovo quadro europeo erano destinati a trovare un primo chiarimento proprio in sede di recepimento nazionale.

Il presente contributo si propone, pertanto, di esaminare le principali scelte compiute dal legislatore italiano in sede di recepimento, soffermandosi in particolare sul nuovo assetto dei FIA che investono in crediti e verificando in quale misura il nuovo testo del TUF abbia risolto i principali dubbi interpretativi già emersi all'indomani dell'emanazione della Direttiva.

Occorre peraltro rilevare che il quadro regolamentare resta, allo stato, ancora parzialmente incompleto, in quanto il Decreto rimette alla Banca d'Italia e alla Consob l'adozione delle relative disposizioni attuative entro il 16 ottobre 2026.

2. IL NUOVO QUADRO NORMATIVO DEI FIA CHE INVESTONO IN CREDITI

2.1 La nozione di *Loan Origination*: diretta e indiretta

Un primo profilo, di natura definitoria ma con immediate ricadute applicative, concerne il rapporto tra la nozione di concessione del prestito e quella, più ampia nel diritto interno, di investimento in crediti. L'AIFMD II considera infatti rilevante, ai fini della *loan origination*, sia l'erogazione diretta del finanziamento sia la sua concessione indiretta tramite terzi o società veicolo, purché il FIA o il relativo gestore abbiano partecipato *ex ante* alla strutturazione del prestito o alla definizione delle sue caratteristiche.

A tal riguardo, il Decreto introduce il nuovo comma 01 dell'articolo 46-*bis* del TUF, che definisce l'investimento in crediti e la concessione di prestiti come l'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma, svolta direttamente dal FIA, ovvero dal GEFIA per conto del FIA e a valere sul relativo patrimonio, nonché indirettamente. Ne risulta confermata un'impostazione ampia della nozione rilevante ai fini della disciplina dei FIA che investono in crediti, idonea a ricomprendere anche le ipotesi in cui il finanziamento sia erogato da un terzo o da una società veicolo, purché il FIA o il relativo gestore abbiano partecipato, prima dell'assunzione dell'esposizione economica, alla strutturazione del prestito o alla definizione delle sue caratteristiche.

Vale la pena evidenziare come il legislatore italiano abbia espressamente incluso nella nozione di "investimenti in crediti" anche l'acquisto di crediti, in coerenza con la definizione di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma già adottata nell'ambito della normativa secondaria di implementazione del D.Lgs. 1 settembre 1993, n. 385 ("**TUB**"). Pertanto, ai sensi della normativa italiana, il concetto di *loan origination* abbraccia in realtà anche quello di *loan participation*.

2.2 Impatto sulle strutture di cartolarizzazione / *Fronting Structures*

In questa prospettiva, assumono particolare rilievo le strutture di cartolarizzazione e, più in generale, le operazioni nelle quali il credito sia formalmente erogato o acquistato da un veicolo e il FIA assuma l'esposizione economica derivante da detto credito in una fase successiva. Il Decreto non detta una disciplina speciale di tali schemi, ma adotta un criterio sostanziale che riconduce alla concessione indiretta quelle operazioni nelle quali il FIA o il GEFIA abbiano concorso *ex ante* alla strutturazione del finanziamento e ne assumano poi il rischio economico.

Alla luce dell'adozione del principio di cui sopra le esposizioni verso titoli ABS o verso società veicolo che hanno erogato o acquistato crediti non integrano dunque, di per sé, ipotesi di *loan origination* indiretta, dovendosi svolgere una valutazione caso per caso circa l'effettivo (e sostanziale) coinvolgimento del FIA nella strutturazione dell'operazione.

2.3 Le nuove definizioni normative: FIA di credito, FIA che investe anche in credito e prestito di azionista

Il nuovo articolo 46-*bis* del TUF introduce un impianto definitorio più articolato rispetto alla disciplina previgente, dal quale dipende l'intensità del regime applicabile. La prima categoria è quella dei FIA di credito, ossia dei FIA la cui strategia di investimento consiste principalmente nell'investimento in crediti, ovvero dei FIA in cui i crediti detenuti in portafoglio hanno un valore nozionale pari almeno al 50 per cento del valore patrimoniale netto. Il criterio è, dunque, alternativo: la qualifica può discendere tanto dalla configurazione strategica del fondo quanto dal fatto che i crediti detenuti in portafoglio abbiano un valore nozionale pari almeno al 50 per cento del valore patrimoniale netto del FIA. A tale qualifica consegue l'applicazione del regime pieno previsto per i FIA di credito, comprensivo, tra l'altro, dei limiti di leva, dei limiti di concentrazione, dei presidi in materia di conflitti di interesse, del divieto di *originate-to-distribute* e dell'obbligo di *risk retention*.

Alla seconda categoria appartengono i FIA che investono anche in crediti. Si tratta, più precisamente, dei FIA, diversi dai FIA di credito, che presentano esposizioni creditizie, ma per i quali l'investimento in crediti non costituisce l'attività principale e che non superano la soglia del 50 per cento del NAV. Per tali fondi, il legislatore ha previsto un regime intermedio: non si applica integralmente la disciplina propria dei FIA di credito, ma operano comunque i presidi ritenuti essenziali ai fini del contenimento dei conflitti di interesse, della trasparenza dei costi, dell'imputazione dei proventi dei crediti al fondo e del divieto di modelli *originate-to-distribute*. La soluzione accolta dal legislatore appare coerente con una logica di proporzionalità, volta a distinguere i fondi nei quali il credito rappresenta un elemento centrale della strategia di investimento da quelli nei quali esso riveste invece un ruolo accessorio o complementare.

Completa il quadro definitorio la nozione di prestito di azionista. Il TUF qualifica come tale il prestito concesso a un'impresa nella quale il FIA detenga almeno il 5 per cento del capitale o dei diritti di voto, purché il credito non sia cedibile separatamente dalla partecipazione. La definizione rileva soprattutto ai fini del regime di leva. La Direttiva prevede, infatti, che quando i prestiti concessi dal FIA consistono esclusivamente in prestiti di azionista, il valore nozionale di tali prestiti non può eccedere il 150 per cento del capitale del FIA. Si tratta di una disciplina speciale che si applica, in sostituzione dei limiti ordinari di leva previsti per i FIA di credito, quando il FIA concede esclusivamente prestiti di azionista. La scelta riflette la peculiarità di finanziamenti strettamente collegati a una partecipazione qualificata nell'impresa finanziata.

2.4 Operatività verso i consumatori

Un ulteriore profilo di particolare interesse riguarda il perimetro soggettivo dei prenditori ammissibili. L'AIFMD II riconosce agli Stati membri la facoltà di vietare ai FIA di concedere prestiti ai consumatori. L'Italia ha scelto di non esercitare tale facoltà: il Decreto sopprime il riferimento ai "soggetti diversi da consumatori" contenuto nella normativa previgente, consentendo, in linea di principio, l'operatività dei FIA anche nei confronti di prenditori consumatori.

L'effettiva ampiezza di tale apertura resta tuttavia subordinata all'emanazione della normativa secondaria, che dovrà garantire proporzionalità, trasparenza contrattuale e tutela del cliente retail in conformità con il Titolo VI del TUB.

Il Decreto aggiorna altresì l'articolo 46-*quater* del TUF, estendendo ai crediti erogati in Italia da FIA italiani e FIA UE l'applicazione delle disposizioni del Titolo VI TUB in materia di trasparenza, ivi inclusi i capi dedicati al credito immobiliare ai consumatori e al credito ai consumatori, nonché l'obbligo di adesione ai sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie.

2.5 I nuovi limiti di leva finanziaria e di concentrazione

Particolare rilievo, sul piano operativo, assumono le nuove previsioni in materia di leva finanziaria e di concentrazione.

In materia di leva finanziaria, il nuovo quadro risultante dalla Direttiva prevede che, per i FIA di credito, la leva massima sia pari al 300% del capitale del fondo se il FIA è in forma chiusa e al 175% se il FIA è in forma aperta, secondo il metodo degli impegni. Ciò rappresenta un ampliamento significativo rispetto all'assetto italiano previgente, che prevedeva un limite del 150% per i FIA chiusi riservati e un limite del 30% del valore complessivo netto per i FIA chiusi non riservati. Va peraltro ricordato che il considerando 18 della Direttiva chiarisce come tali soglie non esauriscano il margine di intervento nazionale, ammettendo l'imposizione di limiti più restrittivi da parte degli Stati membri; nel contesto italiano, l'articolo 6 TUF continua infatti a prevedere, con riguardo ai FIA italiani riservati, il potere della Banca d'Italia di introdurre limiti di leva finanziaria massima, di norme prudenziali e misure di contenimento e frazionamento del rischio a tutela della stabilità e dell'integrità del mercato finanziario.

In materia di concentrazione, invece, si ricorda che la Direttiva ha introdotto, per tutti i FIA che concedono prestiti, il limite in forza del quale l'esposizione verso un singolo prenditore non può eccedere, in aggregato, il 20% del capitale del FIA qualora il mutuatario sia un'impresa finanziaria, un OICVM o un altro FIA. Nel contesto italiano, tale previsione assume particolare rilievo con riferimento ai FIA riservati ed ha suscitato una serie di commenti critici nel mercato, posto che il quadro domestico previgente non contemplava più un analogo limite di concentrazione per i FIA di credito riservati verso la medesima controparte.

2.6 La forma dei FIA di credito: chiusa e aperta

Nel quadro previgente italiano, i fondi di credito potevano assumere soltanto forma chiusa. Il nuovo regime non esclude più, in via assoluta, l'istituzione di FIA di credito in forma aperta, subordinandola tuttavia alla verifica di stringenti condizioni di coerenza tra strategia di investimento, profilo di liquidità degli attivi e politica di rimborso.

In particolare, tale possibilità è subordinata alla verifica della coerenza tra l'assetto di liquidità del fondo, la strategia di investimento e la politica di rimborso. La scelta è coerente con la natura normalmente illiquida degli attivi creditizi e con l'esigenza di evitare disallineamenti tra tempi di realizzo degli investimenti e diritti di rimborso riconosciuti ai partecipanti.

In questa prospettiva, il nuovo articolo 46-*bis* TUF attribuisce alla Banca d'Italia il potere di vietare l'istituzione di FIA di credito in forma aperta qualora ritenga non soddisfatte le condizioni previste dalla disciplina europea e nazionale applicabile.

2.7 L'obbligo di *risk retention* e divieto di *originate-to-distribute*

Il nuovo articolo 46-*bis* TUF recepisce espressamente il principio della *risk retention* e il divieto di strategie *originate-to-distribute*. In particolare, la disposizione stabilisce che è vietata la costituzione dei FIA la cui strategia di investimento consista, in tutto o in parte, nell'investire in crediti con la sola finalità di cederli o trasferirli a terzi.

La medesima disposizione prevede inoltre che, qualora i crediti originati dal FIA siano successivamente ceduti o trasferiti a terzi, il FIA mantenga nel proprio portafoglio il 5 per cento del relativo valore nozionale. La Direttiva precisa, poi, che tale obbligo opera fino alla scadenza per i prestiti di durata non superiore a otto anni e per i prestiti ai consumatori, mentre per gli altri prestiti deve essere assicurato per un periodo minimo di otto anni.

La norma intende così evitare che l'attività di investimento in crediti si risolva in un modello nel quale l'assunzione iniziale dell'esposizione sia immediatamente disgiunta dalla permanenza del relativo rischio economico. Il divieto di *originate-to-distribute* e l'obbligo di *risk retention* operano, in questa prospettiva, come presidi complementari, volti a rafforzare l'allineamento di interessi tra gestore, fondo e investitori e a ricondurre l'operatività dei FIA che investono in crediti entro un quadro di effettiva assunzione e gestione del rischio di credito.

2.8 Conflitti di interesse e governance del credito

Particolare rilievo assumono, infine, i presidi in materia di conflitti di interesse e di *governance* del credito. Il nuovo articolo 46-*bis* del TUF vieta al gestore di fare in modo che il FIA conceda prestiti al gestore medesimo, al relativo personale, ai soggetti ai quali siano state delegate funzioni, al depositario o a entità del gruppo. A ciò si aggiunge il principio secondo cui i proventi dei crediti spettano integralmente al FIA, salva la deduzione delle sole spese di amministrazione, nonché l'obbligo di fornire agli investitori un'informativa completa sui costi e sulle spese connessi all'amministrazione e alla gestione dei crediti.

Sul piano organizzativo, ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva, il gestore è tenuto ad adottare presidi efficaci per la valutazione, gestione e monitoraggio del rischio di credito, destinati a trovare ulteriore specificazione nella normativa secondaria e nella prassi di vigilanza.

Il recepimento si muove, dunque, nella direzione di una più marcata tipizzazione dei conflitti strutturali connessi all'attività di *lending* e di un rafforzamento dei presidi organizzativi gravanti sul gestore. Ne emerge un modello nel quale la disciplina del credito non si esaurisce in limiti quantitativi, ma si fonda anche su regole di governo del processo decisionale e di corretta allocazione economica dei relativi proventi e costi.

3. IL NUOVO REGIME DI ACCESSO AL MERCATO ITALIANO PER I FIA UE

Nella disciplina previgente, l'operatività in Italia dei FIA UE nel settore del credito era subordinata al rispetto delle condizioni previste dall'articolo 46-*ter* TUF, che configuravano un vero e proprio regime di accesso preventivo al mercato. In particolare, il FIA UE doveva presentare caratteristiche analoghe a quelle richieste ai FIA italiani che investono in crediti, anche sotto il profilo dello schema di funzionamento e dei presidi di contenimento e frazionamento del rischio; inoltre, l'attività non poteva essere avviata prima del decorso di sessanta giorni dalla comunicazione alla Banca d'Italia, termine entro il quale l'Autorità poteva vietare l'operatività.

Il nuovo articolo 46-*ter* TUF supera tale impostazione. L'accesso al mercato italiano dei FIA UE che investono in crediti o concedono finanziamenti è ora ammesso in via generale, ed è assoggettato a un obbligo di informativa alla Banca d'Italia da trasmettere all'avvio dell'operatività in Italia, senza che trovi più applicazione il previgente meccanismo di *standstill* di sessanta giorni.

Pertanto, la riforma facilita l'accesso dei FIA UE al mercato italiano del credito, accentuando al contempo il confronto competitivo con gli operatori nazionali.

Al riguardo, occorre tuttavia precisare che l'articolo 46-*quater* TUF estende anche ai FIA UE che erogano crediti in Italia l'applicazione delle disposizioni del Titolo VI TUB in materia di credito immobiliare ai consumatori e di credito ai consumatori, nonché l'obbligo di adesione ai sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie.

4. IL REGIME TRANSITORIO

Il regime transitorio è disciplinato direttamente dalla Direttiva, la quale prevede che i FIA istituiti prima del 15 aprile 2024 e che non raccolgano nuovo capitale successivamente siano considerati conformi ai nuovi limiti di concentrazione, di leva finanziaria e ai requisiti di forma previsti dal nuovo quadro normativo.

Diversamente, i FIA istituiti prima del 15 aprile 2024 che raccolgano capitale aggiuntivo dopo tale data beneficiano di un regime transitorio di durata massima di cinque anni e, dunque, fino al 16 aprile 2029. Decorso tale termine, essi dovranno risultare integralmente allineati alla nuova disciplina.

Tale periodo transitorio non opera, tuttavia, come una moratoria priva di vincoli. La Direttiva stabilisce infatti un duplice limite. Da un lato, ove il FIA presenti già livelli di concentrazione o di leva superiori a quelli previsti dal nuovo regime, il gestore non può incrementarli ulteriormente. Dall'altro lato, anche ove il FIA si collochi al di sotto di tali soglie, il gestore non può comunque accrescere prestiti o leva oltre i limiti consentiti dalla Direttiva.

La Direttiva contempla altresì la facoltà di adesione anticipata volontaria al nuovo regime. Il GEFIA che gestisce un FIA costituito prima del 15 aprile 2024 può infatti optare per l'applicazione anticipata della disciplina introdotta dall'AIFMD II, previa informativa all'autorità competente del proprio Stato membro d'origine.

Infine, con riferimento ai prestiti originati prima del 15 aprile 2024, non trovano applicazione le nuove disposizioni sostanziali in materia di *loan origination*, incluse quelle relative alle politiche di concessione del credito, al divieto di *originate-to-distribute* e all'obbligo di *risk retention*.

Sotto il profilo operativo, assume pertanto particolare rilievo la distinzione tra i prestiti originati prima e dopo il 15 aprile 2024, dalla quale dipende l'individuazione del regime applicabile.

5. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

In sintesi, il D.Lgs. n. 39/2026 introduce una revisione ampia e sistematicamente rilevante della disciplina italiana dei FIA che investono in crediti, contribuendo a ridurre alcune asimmetrie competitive che avevano caratterizzato il mercato italiano del lending da parte dei FIA rispetto agli altri Stati UE.

Inoltre, si osserva come all'ampliamento della nozione di "investimento in crediti" – tale da ricomprendere *loan origination* e *loan participation*, sia dirette che indirette – fa da contraltare un accesso semplificato al mercato italiano da parte dei FIA di credito UE. In altre parole, è probabile che la nuova normativa dia una spinta alla diffusione di FIA di credito UE che operano direttamente in Italia senza essere intermediati da veicoli di cartolarizzazione o altre "*fronting structures*".

Rimangono talune criticità, come il limite di concentrazione al 20% verso un'impresa finanziaria, un OICVM o un altro FIA (si pensi ad esempio ad un FIA di credito che eroga un finanziamento ad un altro FIA immobiliare), che potrebbero in qualche misura limitare la portata della riforma.

Il definitivo consolidamento del nuovo assetto dipenderà, tuttavia, dal completamento della disciplina secondaria e dalle scelte interpretative e di vigilanza che ne accompagneranno l'attuazione.



Danilo Quattrocchi

ADVANT Nctm

+ 39 02 725511

danilo.quattrocchi@advant-nctm.com



Roberto de Nardis di Prata

ADVANT Nctm

+ 39 02 725511

roberto.denardisdiprata@advant-nctm.com



Giorgio Bobba

ADVANT Nctm

+ 39 02 725511

giorgio.bobba@advant-nctm.com



Alessandro Mezzanotti

ADVANT Nctm

+ 39 02 725511

alessandro.mezzanotti@advant-nctm.com