BANKING AND FINANCE ALERT

AIFMD2 e impatti sul Direct Lending in Italia

ADVANT Nctm

1. Introduzione

Lo scorso 26 marzo è stata pubblicata, sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, la Direttiva (UE) 2024/927 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 13 marzo 2024 ("**AIFMD2**"), che modifica le direttive 2011/61/UE e 2009/65/CE in una serie di aspetti, tra cui la concessione di prestiti da parte di fondi di investimento alternativi. L'intervento risulta particolarmente rilevante perché mira a delineare un quadro giuridico comune applicabile a tutti i fondi alternativi che fanno "*loan origination*" e a fornire una nozione unitaria relativamente all'attività di "*loan origination*" quando posta in essere da parte dei gestori autorizzati.

AIFMD2 costituisce il punto di approdo di un processo che ha preso le mosse dall'opinion pubblicata dalla *European Securities and Market Authority* ("**ESMA**") l'11 aprile 2016([1]) e dalla constatazione della frammentazione delle normative nazionali degli Stati membri ("**Opinion ESMA**").

L'Opinion ESMA fa brevemente riferimento a varie modalità con cui i fondi di investimento possono concedere credito: "*loan origination*", "*loan participation*" e "*loan restructuring*", soffermandosi tuttavia solo sul primo di tali fenomeni([2]). In particolare, la "loan origination" viene individuata dall'ESMA come l'ipotesi in cui un fondo di investimento origini il credito (quindi lo eroghi direttamente), agendo come unico finanziatore ovvero come uno dei principali finanziatori.

Il presente *Alert* si propone di illustrare sinteticamente le principali novità apportate dalla AIFMD2 in questo settore, evidenziando alcuni aspetti su cui occorrerà fare chiarezza a livello UE o di implementazione delle norme a livello nazionale.

2. Principali novità ed impatto sul quadro normativo italiano

2.1 Concetto di "concessione del prestito" (loan origination)

La nozione di concessione del prestito recata dall'AIFMD2 va oltre la concessione diretta di prestiti da parte del fondo di investimento alternativo ("**FIA**") in qualità di prestatore originario, includendo anche la concessione indiretta attraverso un terzo o società veicolo, quando il gestore del FIA ("**GEFIA**") o il FIA stesso partecipino alla strutturazione del prestito o all'accordo preliminare delle sue caratteristiche o alla loro definizione, prima di assumere esposizioni sul prestito.

La vigente normativa italiana non prevede una disciplina *ad hoc* sulla concessione indiretta, sebbene:
(i) il legislatore preveda la possibilità di utilizzare una "*fronting structure*" nell'ambito delle cartolarizzazioni([3]);
(ii) l'utilizzo di "*fronting structure*" diverse da quelle esplicitamente disciplinate dalla legge sia stata sanzionata dalla giurisprudenza come una forma di abusiva concessione del credito([4]).

Occorrerà, quindi, meglio comprendere:
(a) l'impatto che la disciplina in commento avrà su eventuali piattaforme italiane di *lending*. L'utilizzo di un concetto di "*loan origination* indiretta" potrebbe far venire meno la convenienza delle strutture basate sulle cartolarizzazioni laddove anche agli investitori nei titoli ABS fosse richiesto di soddisfare i requisiti propri dei FIA concedenti prestiti. D'altro canto, l'espressa previsione di una "*loan origination* indiretta" potrebbe forse legittimare l'adozione anche in Italia di nuove strutture (diverse dalle cartolarizzazioni) che erogano il credito tramite un veicolo alimentato a sua volta dalla provvista di un FIA di credito;

---

1 L'*opinion* è consultabile al seguente link: https://www.esma.europa.eu/document/opinion-loan-origination
2 La stessa ESMA evidenzia però quanto segue: "(…) *ESMA is of the view that funds should provide credit under a suitable framework such that systemic risk is mitigated, and, in any case, is no higher than that posed by bank lending. The requirements of such a framework should also be appropriate to the specific characteristics of funds and fund management. Furthermore, ESMA is of the opinion that the European Commission should, in its work on CMU [Capital Market Union], assess the need for frameworks which harmonise the loan participation activities and variations on these activities that fall somewhere between loan participation and loan origination.*"
3 Cfr. art. 1, comma 1-*ter* della legge n. 130 del 30 aprile 1999.
4 Cfr. la sentenza n. 12777/2019 della quinta sezione penale della Corte di Cassazione.

(b) se il legislatore italiano si atterrà alla definizione comunitaria oppure estenderà l'applicazione delle regole dell'AIFMD2 ad altre fattispecie che, al momento, la normativa italiana non esclude espressamente dall'attività di concessione di prestiti in genere([5]), quale ad esempio la "*loan participation*" realizzata attraverso l'acquisto sul mercato secondario di partecipazioni a finanziamenti (senza avere contribuito alla strutturazione degli stessi o all'accordo preliminare delle loro caratteristiche o alla loro definizione).

2.2 Definizione di "Fia concedenti prestiti" (*loan originating AIF*)

Tale definizione ricomprende:
(i) FIA la cui strategia di investimento consiste principalmente nel concedere prestiti; o
(ii) i cui prestiti concessi hanno un valore nozionale che rappresenta almeno il 50% del valore del patrimonio netto del FIA.

Al riguardo, l'attuale normativa italiana non prevede una definizione specifica di FIA concedente prestiti, ma il Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 (Testo Unico della Finanza):
(a) specifica che i FIA Italiani possono investire in crediti erogati, a valere sul loro patrimonio, a soggetti diversi dai consumatori, nei limiti previsti dalla normativa;
(b) prevede una procedura di notifica a Banca d'Italia nel caso di FIA UE che intendono erogare crediti direttamente in Italia (tale per cui la relativa erogazione può essere intrapresa soltanto in assenza di un divieto da parte dell'autorità di vigilanza).

Ancora una volta, occorre comprendere come il legislatore italiano implementerà la AIFMD 2, fermo restando che quest'ultima non esclude che gli Stati membri adottino quadri nazionali che definiscano determinate categorie di FIA con norme più restrittive. In particolare, alla luce dell'opera di armonizzazione posta in essere dall'AIFMD 2, l'autorità italiana sarà tenuta a riconsiderare se l'autorizzazione che è richiesta in capo ai FIA UE che intendono erogare crediti a prenditori (diversi dai consumatori) basati in Italia sia conforme al nuovo quadro legislativo europeo. Allo stesso modo, la AIFMD2 riconosce che, per motivi di interesse pubblico, gli Stati membri dovrebbero poter vietare la concessione di presti ai consumatori nel loro territorio.

L'AIFMD2 stabilisce un obbligo in capo ai GEFIA che gestiscono fondi concedenti prestiti (anche nell'ipotesi in cui i FIA assumono posizioni sui prestiti tramite terzi) di attuare politiche, procedure e processi efficaci per la valutazione del rischio di credito e per la gestione e il monitoraggio del loro portafoglio di crediti, e di mantenere aggiornati ed efficaci tali politiche, procedure e processi riesaminandole periodicamente, con frequenza almeno annuale. La normativa di Banca d'Italia già prevede una serie di analoghi presidi.

2.3 Limiti di concentrazione e di leva

Un aspetto che può avere in qualche misura limitato la diffusione di FIA concedenti prestiti operanti dall'estero sull'Italia è rappresentato dai limiti di concentrazione e di leva che il legislatore italiano ha già da tempo previsto. Su questo aspetto, il legislatore UE coglie la necessità di includerli, ma sulla base di criteri diversi da quelli attualmente applicati in Italia.

L'AIFMD2 prevede:
(i) un limite di concentrazione nell'ordine del 20% per i FIA che concedono prestiti a imprese finanziarie, altri FIA e organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM);

5 Cfr. art. 106 del Decreto Legislativo n. 385 del 1° settembre 1993 ("TUB") ed il decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 53 del 3 aprile 2015.

(ii) limiti di leva nell'ordine di:
- 175% per i FIA strutturati in forma aperta;
- 300% per i FIA strutturati in forma chiusa.
Una deroga ai limiti di leva è prevista nel caso in cui il FIA si limiti a concedere cd. «prestiti azionista», ossia un prestito a un'impresa nella quale il medesimo FIA detiene, direttamente o indirettamente almeno il 5% del capitale o dei diritti di voto e che non può essere ceduto a terzi indipendentemente dalla partecipazione al capitale.

L'attuale disciplina in vigore in Italia prevede che:
(a) per i FIA «riservati» a investitori professionali non si applichino limiti di concentrazione mentre per i FIA «non riservati» il limite all'investimento in crediti verso una medesima controparte non possa eccedere il 10%;
(b) i seguenti limiti di leva:
- 150% per i FIA «riservati»;
- 30% del valore complessivo netto del fondo per i FIA «non riservati».

Rispetto a quanto sopra, l'approccio del legislatore italiano andrebbe pertanto adeguato alla normativa comunitaria. L'AIFMD2, nei considerando, afferma, infatti, che il limite di leva finanziaria non dovrebbe dipendere dal fatto che il FIA sia commercializzato presso clientela professionale o *retail*. Fermo quanto sopra, gli Stati membri di origine dei GEFIA sono liberi di stabilire limiti di leva più rigorosi per garantire la stabilità e l'integrità del sistema finanziario.

2.4 Forma dei FIA concedenti prestiti
L'AIFMD2 prevede la possibilità di costituire i FIA concedenti prestiti sia in forma aperta che in forma chiusa. In particolare, l'AIFMD2 richiede, però, che l'utilizzo della forma aperta sia subordinato al rispetto di determinati requisiti, tra cui un sistema di gestione della liquidità che riduca al minimo i disallineamenti di liquidità, garantisca il trattamento equo degli investitori e sia soggetto alla vigilanza delle autorità competenti dello Stato membro di origine del GEFIA. Al riguardo si attende, comunque, dall'ESMA l'elaborazione di norme tecniche di regolamentazione tese ad individuare i criteri che permettano alle autorità competenti di determinare se un FIA concedente prestiti possa mantenere la forma aperta.

La normativa italiana prevede allo stato la possibilità di costituire fondi di credito solo in forma chiusa.

2.5 Obbligo di "risk retention"
L'AIFMD2 prevede un obbligo di "*risk retention*" in capo al FIA concedente prestiti in caso di trasferimento a terzi di detti prestiti. La percentuale da trattenere è pari al 5% del valore nozionale di ciascun prestito che il FIA ha concesso e successivamente trasferito a terzi.
Tale percentuale è trattenuta:
(i) fino alla scadenza, per i prestiti la cui scadenza ha un termine massimo di otto anni, o per i prestiti concessi ai consumatori indipendentemente dalla loro scadenza; e
(ii) per un periodo di almeno otto anni per gli altri prestiti.

È altresì previsto, in capo al GEFIA che gestisce il FIA concedente prestiti, un divieto di attuare una strategia «*originate to distribute*», ossia la concessione di prestiti al solo scopo della successiva rivendita a terzi.

La normativa italiana attualmente non prevede un né l'obbligo di "*risk retention*" nè un divieto espresso di «*originate to distribute*». Ciò premesso, appare logico che il legislatore italiano si adegui, fermo restando che gli obblighi in questione varranno per quei FIA attivi nella "*loan origination*" e non nella "*loan participation*".

2.6 Recepimento e norme transitorie
Il recepimento dell'AIFMD2 negli ordinamenti nazionali deve aver luogo entro il 16 aprile 2026. Ciò detto, l'AIFMD2 prevede talune clausole transitorie per i FIA esistenti alla data di entrata in vigore della stessa direttiva (*i.e.* 15 aprile 2024).
I GEFIA che gestiscono FIA istituiti prima dell'entrata in vigore della AIFMD2 e che non raccolgono capitale aggiuntivo

dopo tale data, sono considerati conformi ai limiti di concentrazione, ai limiti di leva finanziaria e all'obbligo di avere una forma chiusa. Viceversa, i FIA esistenti che raccolgono capitali dopo il 15 aprile 2024 godranno della copertura della norma transitoria per un periodo massimo di cinque anni a partire da tale data (quindi, fino al 16 aprile 2029) (il "**Periodo Transitorio**"), decorso il quale dovranno necessariamente adeguarsi.

In realtà, la norma transitoria di cui sopra è fortemente limitata dal fatto che la stessa AIFMD2 stabilisce che:
(i) laddove un FIA esistente ecceda i limiti di concentrazione o di leva finanziaria previsti dall'AIFMD2 durante il Periodo Transitorio, il relativo GEFIA non può incrementare i prestiti al prenditore rilevante o la sua leva finanziaria al di sopra di detti limiti; e
(ii) laddove un FIA esistente sia al di sotto dei limiti di concentrazione e di leva finanziaria previsti dall'AIFMD2 durante il Periodo di Transitorio, il relativo GEFIA non può comunque incrementare i propri prestiti al prenditore o la propria leva finanziaria al di sopra di quanto previsto dall'AIFMD2.

Resta ferma la facoltà per il GEFIA che gestisce un FIA concedente prestiti costituito prima del 15 aprile 2024 di assoggettarsi ai vincoli di concentrazione, leva e forma previsti dall'AIFMD2, purché le autorità del suo Stato membro di origine ne siano informate.

Infine, per quanto riguarda i GEFIA che hanno originato prestiti prima del 15 aprile 2024, questi non dovranno rispettare, con riferimento a tali prestiti, le altre norme in tema di "*loan origination*" (ad esempio, sulle politiche di concessione dei prestiti, sul divieto di "*originate to distribute*" e sul "*risk retention*").

3. Conclusioni preliminari

La prima impressione è che il legislatore UE abbia introdotto taluni presidi in parte già noti nel mercato italiano (ad esempio, requisiti di natura organizzativa, limiti di concentrazione e leva), andando a ridurre il "*gap*" esistente tra l'ordinamento italiano e quelli stranieri.

Permangono però ancora alcune aree grigie e ci riferiamo in particolare alla definizione di "*loan origination*" e alla sua applicazione nel quadro normativo italiano, in cui la concessione di prestiti è sottoposta a una specifica riserva, assistita da sanzioni di natura penale([6]).

Un primo dubbio riguarda il fatto se il quadro normativo previsto per la "*loan origination*" si estenderà – e in che misura – a forme di acquisto di crediti sul mercato secondario (la cd "*loan participation*"). Sotto un certo profilo, tale estensione sarebbe anche auspicabile per consentire a fondi esteri di beneficiare del passaporto previsto dall'AIFMD2 tanto nell'ipotesi in cui siano degli originatori che in quella in cui siano dei meri partecipanti al finanziamento concesso ad un prenditore italiano.

Un altro aspetto potenzialmente incerto è se l'adozione di un concetto ampio di "*loan origination*" (che ricomprende anche strutture "*fronting*") possa aprire il mercato a nuovi *player*, andando a ridimensionare la portata della riserva di attività in Italia, ma al contempo anche mettere in dubbio altre strutture validate dai legislatori nazionali che non prevedono analoghi presidi sugli investitori indiretti, quale a titolo esemplificativo l'ipotesi di cartolarizzazioni in cui il credito è erogato dalla SPV, che a sua volta si finanzia con la provvista messa a disposizione da uno o più fondi (non di credito) che, anche per il tramite del loro GEFIA, partecipano alla strutturazione del prestito o all'accordo preliminare delle sue caratteristiche o alla loro definizione, prima di assumere esposizioni sui titoli ABS emessi dalla SPV.

6 Cfr. nota 5. La riserva di attività è tutelata anche da una norma di carattere penale, l'art. 132 TUB.

AUTORI

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

ADVANT Nctm

Your European Advantage