



Papers di
**DIRITTO
EUROPEO**

www.papersdidirittoeuropeo.eu
ISSN 2038-0461

Contributo in modalità “preview”,
destinato alla pubblicazione
nel fascicolo 2025, n. 1

DIRETTORE RESPONSABILE

Maria Caterina Baruffi (Ordinario di Diritto internazionale, Università di Bergamo).

COMITATO DI DIREZIONE

Francesco Bestagno (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano; Consigliere giuridico presso la Rappresentanza permanente d'Italia all'UE); **Andrea Biondi** (Avvocato generale alla Corte di giustizia; Professor of European Law e Director of the Centre of European Law, King's College London); **Fausto Pocar** (Professore emerito, Università di Milano); **Lucia Serena Rossi** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, "Alma Mater Studiorum" Università di Bologna).

COMITATO SCIENTIFICO

Adelina Adinolfi (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Firenze); **Elisabetta Bani** (Ordinario di Diritto dell'economia, Università di Bergamo); **Matteo Borzaga** (Ordinario di Diritto del lavoro, Università di Trento); **Susanna Cafaro** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università del Salento); **Laura Calafà** (Ordinario di Diritto del lavoro, Università di Verona); **Javier Carrascosa González** (Catedrático de Derecho Internacional Privado, Universidad de Murcia); **Luigi Daniele** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Roma "Tor Vergata"); **Angela Di Stasi** (Ordinario di Diritto internazionale, Università di Salerno); **Davide Diverio** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Milano); **Franco Ferrari** (Professor of Law e Director of the Center for Transnational Litigation, Arbitration, and Commercial Law, New York University); **Costanza Honorati** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Milano-Bicocca); **Paola Mori** (Ordinario f.r. di Diritto dell'Unione europea, Università "Magna Graecia" di Catanzaro); **Matteo Ortino** (Associato di Diritto dell'economia, Università di Verona); **Carmela Panella** (Ordinario f.r. di Diritto internazionale, Università di Messina); **Lorenzo Schiano di Pepe** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Genova); **Alessandra Silveira** (Profesora Asociada e Directora do Centro de Estudos em Direito da União Europeia, Universidade do Minho); **Eleanor Spaventa** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università "Bocconi" di Milano); **Stefano Troiano** (Ordinario di Diritto privato, Università di Verona); **Michele Vellano** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Torino).
Segretario: **Caterina Fratea** (Associato di Diritto dell'Unione europea, Università di Verona).

COMITATO DEI REVISORI

Stefano Amadeo (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Trieste); **Bruno Barel** (Associato f.r. di Diritto dell'Unione europea, Università di Padova); **Silvia Borelli** (Associato di Diritto del lavoro, Università di Ferrara); **Laura Carpaneto** (Associato di Diritto dell'Unione europea, Università di Genova); **Marina Castellaneta** (Ordinario di Diritto internazionale, Università di Bari "Aldo Moro"); **Federico Casolari** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, "Alma Mater Studiorum" Università di Bologna); **Gianluca Contaldi** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Macerata); **Matteo De Poli** (Ordinario di Diritto dell'economia, Università di Bologna); **Giacomo di Federico** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, "Alma Mater Studiorum" Università di Bologna); **Fabio Ferraro** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Napoli "Federico II"); **Daniele Gallo** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, LUISS Guido Carli); **Pietro Manzini** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, "Alma Mater Studiorum" Università di Bologna); **Silvia Marino** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università dell'Insubria); **Emanuela Pistoia** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Teramo); **Francesca Ragno** (Ordinario di Diritto internazionale, "Alma Mater Studiorum" Università di Bologna); **Carola Ricci** (Associato di Diritto internazionale, Università di Pavia); **Giulia Rossolillo** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Pavia); **Vincenzo Salvatore** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università dell'Insubria); **Andrea Santini** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano); **Cristina Schepisi** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Roma "Tor Vergata"); **Martin Schmidt-Kessel** (Lehrstuhl für Deutsches und Europäisches Verbraucherrecht und Privatrecht sowie Rechtsvergleichung, Universität Bayreuth); **Chiara Enrica Tuo** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Genova).

COMITATO EDITORIALE

Diletta Danieli (Associato di Diritto dell'Unione europea, Università di Verona); **Simone Marinai** (Associato di Diritto dell'Unione europea, Università di Pisa); **Teresa Maria Moschetta** (Associato di Diritto dell'Unione europea, Università di Roma Tre); **Rossana Palladino** (Associato di Diritto dell'Unione europea, Università di Salerno); **Cinzia Peraro** (Associato di Diritto dell'Unione europea, Università di Bergamo); **Federica Persano** (Ricercatore di Diritto internazionale, Università di Bergamo); **Angela Maria Romito** (Associato di Diritto dell'Unione europea, Università di Bari "Aldo Moro"); **Sandra Winkler** (Straordinario di Diritto della famiglia, Università di Rijeka).

REDAZIONE

Valeria Amenta (Assegnista di ricerca in Diritto dell'Unione europea, Università di Bergamo).

Responsabile: **Isolde Quadranti** (Documentalista, Centro di documentazione europea, Università di Verona).

I contributi sono sottoposti ad un procedimento di revisione tra pari a doppio cieco (*double-blind peer review*).

Non sono sottoposti a referaggio esclusivamente i contributi di professori emeriti, di professori ordinari in quiescenza e di giudici di giurisdizioni superiori e internazionali.

La Direttiva AIFM2 e i suoi possibili effetti sui fondi di crediti prima del recepimento nell'ordinamento italiano

Ruggiero Cafari Panico* e Mirko Lacchini**

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La disciplina transitoria. – 3. Gli obblighi per i GEFIA durante il periodo transitorio. – 4. – *Segue.* Considerazioni in merito al divieto di *originate-to-distribute strategies* e alla correlata *risk retention rule*: la nozione di terzo. – 5. Considerazioni conclusive.

1. Premessa.

Il 15 aprile 2024 è entrata in vigore la direttiva (UE) 2024/927 (c.d. Direttiva AIFM2, di seguito anche «Direttiva» o «Nuova Direttiva») del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 marzo 2024, che modifica le direttive 2011/61/UE (c.d. Direttiva AIFM) e 2009/65/CE per quanto riguarda gli accordi di delega, la gestione del rischio di liquidità, le segnalazioni ai fini di vigilanza, la fornitura dei servizi di custodia e di depositario e la concessione di prestiti da parte di fondi di investimento alternativi (di seguito «FIA»).

La Direttiva contiene significative novità per i FIA che erogano crediti. In particolare, il relativo art. 1, n. 7), modifica l'art. 15 della direttiva 2011/61/UE¹ introducendo due nuovi paragrafi, il par. 4-*nonies* e il par. 4-*decies*.

Il primo paragrafo pone il divieto in capo ai gestori di fondi di investimento alternativi (di seguito «GEFIA») di gestire FIA che svolgono attività di concessione di prestiti se la strategia di investimento di tali FIA consiste, «in tutto o in parte», nella successiva rivendita a terzi (*originate-to-distribute*), ovvero nel concedere prestiti «al solo scopo di trasferire tali prestiti o esposizioni a terzi»; il secondo prevede, invece, al primo comma, l'obbligo per il FIA di conservare «il 5% del valore nozionale di ciascun prestito» erogato dal FIA stesso e «successivamente trasferito a terzi» (*risk retention*)².

* Professore ordinario f.r. di Diritto dell'Unione europea, Università degli Studi di Milano.

** Avvocato, Foro di Milano.

¹ [Direttiva 2011/61/UE](#) del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010.

² Tale percentuale dovrà essere trattenuta (i) fino alla scadenza del prestito, per i prestiti la cui scadenza ha un termine massimo di otto anni, o per i prestiti concessi ai consumatori indipendentemente dalla loro scadenza, oppure (ii) per un periodo di almeno otto anni per gli altri prestiti. Si ricorda che attualmente l'ordinamento giuridico italiano non consente l'erogazione di prestiti ai consumatori da parte di FIA. Anche la Nuova Direttiva mantiene ferma la facoltà per gli Stati membri di vietare ai FIA che concedono prestiti di concedere prestiti nel loro territorio ai consumatori nonché di vietare ai FIA di esercitare attività di gestione dei crediti concessi ai consumatori nel loro territorio (cfr. par. 4-*octies*).

Tale *retention rule* può essere derogata solo in circostanze eccezionali espressamente indicate nelle lett. da a a d del secondo comma del nuovo par. 4-*decies*.

2. La disciplina transitoria.

I FIA, quali organismi di investimento collettivo che raccolgono capitali da una pluralità di investitori per investirli in base ad una politica di investimento predefinita in *asset* alternativi, operano sulla base della direttiva 2011/61/UE e trovano, pertanto, una loro regolamentazione – oltre che nella normativa attuativa di livello europeo (cfr., in particolare, il regolamento delegato (UE) n. 231/2013³) - nel decreto legislativo 4 marzo 2014, n. 44⁴, che, dando attuazione a quest'ultima direttiva, ha introdotto le necessarie modifiche al Testo Unico della Finanza (TUF), e nella normativa regolamentare emanata da parte della Banca d'Italia e della Consob⁵.

In particolare, per quanto riguarda l'attività di cessione a terzi di crediti originati da un FIA, non sono allo stato previsti né divieti di *originate-to-distribute* né obblighi di mantenimento del rischio (*retention*). Ne derivano significative conseguenze relative al regime applicabile all'operare dei FIA di *direct lending* nel corso del periodo transitorio intercorrente tra la data di entrata in vigore e quella di applicazione della Direttiva negli ordinamenti giuridici dei singoli paesi membri (di seguito «periodo transitorio»), fissata per il 16 aprile 2026 (art. 3, par. 1, comma 1). La domanda da porsi è, infatti, se le nuove accennate previsioni della Direttiva in tema di divieto di *originate-to-distribute* e di obbligo di *retention* possano avere già oggi un impatto sulle attività dei FIA di crediti, ponendo nuovi vincoli alla relativa operatività anche prima del loro effettivo recepimento.

La Direttiva contiene un'articolata disciplina transitoria relativamente alle modifiche apportate alla disciplina previgente in tema di concessione di prestiti (art. 1, n. 24). In particolare, l'art. 61 della direttiva 2011/61/UE è modificato con l'aggiunta di un nuovo par. 6, il cui comma 5 così recita: «[s]e i FIA concedono prestiti prima del 15 aprile 2024, il GEFIA può continuare a gestire tali FIA senza rispettare [...] l'articolo 15, paragrafo [...] 4 nonies e 4 decies [cioè le nuove norme sul divieto di *originate-to-distribute* e sulla *risk retention*], per quanto riguarda tali prestiti».

³ [Regolamento delegato \(UE\) n. 231/2013](#) della Commissione, del 19 dicembre 2012, che integra la direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza.

⁴ [Decreto legislativo 4 marzo 2014, n. 44](#), recante attuazione della direttiva 2011/61/CE, sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010.

⁵ Cfr. in particolare il [regolamento sulla gestione collettiva del risparmio emanato dalla Banca d'Italia in data 19 gennaio 2015](#), il [regolamento della Banca d'Italia di attuazione degli articoli 4-undecies e 6, comma 1, lettere b\) e c-bis\), del TUF del 5 dicembre 2019](#), nonché il regolamento intermediari ([delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018](#)) e il regolamento emittenti ([delibera n. 11971 del 14 maggio 1999](#)) emanati dalla Consob.

Il considerando 23 della Nuova Direttiva chiarisce le ragioni di tale clausola di salvaguardia, precisando che «[i]n ragione della natura potenzialmente illiquida e a lungo termine delle attività dei FIA che concedono prestiti, i GEFIA potrebbero avere difficoltà a conformarsi alle modifiche dei requisiti normativi introdotte durante il ciclo di vita dei FIA che gestiscono senza compromettere la fiducia dei loro investitori. È pertanto necessario applicare disposizioni transitorie a determinati requisiti per i FIA costituiti prima dell'adozione della presente direttiva. [...] Inoltre, le norme applicabili alla concessione di prestiti e ai FIA concedenti prestiti, ad eccezione dei limiti di leva finanziaria e di investimento e dell'obbligo per i FIA concedenti prestiti di operare come fondi chiusi, dovrebbero applicarsi solo ai prestiti concessi dopo l'entrata in vigore della presente direttiva».

Se dunque, da un lato, è consentito ai GEFIA di continuare a gestire i prestiti concessi prima del 15 aprile 2024 secondo il regime all'epoca vigente, dall'altro, l'inciso finale contenuto nel citato considerando, relativo alla possibile applicazione («dovrebbero applicarsi») di talune nuove disposizioni unicamente «ai prestiti concessi dopo l'entrata in vigore della presente direttiva», fa sorgere dubbi su quale sia il regime applicabile a situazioni in cui i prestiti sono concessi dal FIA dopo l'entrata in vigore della Direttiva, ma prima della sua attuazione da parte del nostro Stato, fermo restando che a far data dal 16 aprile 2026 anche tali prestiti dovrebbero ricadere sotto il nuovo regime, così come implementato da ciascun Stato membro.

In particolare, ci si chiede se trovi già oggi applicazione, durante cioè il periodo transitorio, il divieto per i GEFIA di gestire FIA che concedono prestiti «al solo scopo di trasferire tali prestiti o esposizioni a terzi» (*originate-to-distribute*) e, in caso di risposta affermativa, come vada intesa la nozione di «terzi». Considerazioni analoghe valgono ovviamente per l'applicabilità fin da ora dell'obbligo di *retention* del 5% dei crediti originati da un FIA e successivamente ceduti a terzi.

3. Gli obblighi per i GEFIA durante il periodo transitorio.

Per rispondere al quesito occorre premettere alcune considerazioni di carattere generale sui possibili effetti di una direttiva già in vigore ma non ancora attuata, in pendenza cioè del termine per il recepimento da parte dello Stato membro. Al riguardo giova rilevare come la possibilità che alla direttiva vengano riconosciuti taluni «effetti anticipati» sia stata oggetto di esame nella giurisprudenza della Corte di giustizia con riguardo all'obbligo generale in capo allo Stato membro di *stand still*, o di non aggravamento⁶, in pendenza del termine di trasposizione.

⁶ Le due locuzioni sono comunemente usate indifferentemente per indicare l'obbligo generale che grava sugli Stati membri di astenersi dall'adottare, nel periodo tra l'entrata in vigore e la scadenza del termine per l'attuazione, disposizioni che possano compromettere gravemente il risultato prescritto dalla direttiva. In realtà, la Corte di giustizia nella sentenza del 10 novembre 2005, [causa C-316/04, Stichting](#)

A porre per primo il problema di quali siano i poteri di cui dispongono «gli Stati membri in costanza del termine fissato per l'attuazione» di una direttiva era stato l'Avvocato generale Mancini nelle conclusioni rese il 7 ottobre 1986 nel caso *Teuling*⁷. Facendo riferimento all'effetto di blocco generato dalla direttiva al momento della sua entrata in vigore, l'Avvocato generale aveva infatti sostenuto che, se è vero che fino alla scadenza del termine previsto per l'attuazione della direttiva stessa gli Stati membri rimangono liberi nel disciplinare la materia, «è ugualmente certo che [tra le facoltà agli stessi attribuite] non vi rientri il potere di aggravare la difformità a cui la direttiva intende porre rimedio», specie ove si consideri che se «i provvedimenti presi durante il decorso del termine devono necessariamente valutarsi come misure volte a trasporre la fonte comunitaria», ciò comporta che «misure del genere sono *quanto meno* tenute a non contraddire i precetti che tale fonte contiene»⁸.

Per una pronuncia della Corte di giustizia sul tema occorre però attendere la sentenza *Inter-Environnement Wallonie*, del 18 dicembre 1997⁹, quando, dando avvio ad una giurisprudenza presto consolidatasi, viene statuito, aderendo in sostanza alla posizione assunta da Mancini, che, anche se gli Stati membri non sono tenuti ad adottare prima della scadenza del termine fissato per la trasposizione i necessari provvedimenti di adeguamento del diritto interno, tuttavia, «dal combinato disposto degli art. 5, secondo comma [ora art. 4, par. 3, terzo comma TUE], e 189, terzo comma [ora art. 288, terzo comma TFUE], del Trattato [CEE] e dalla stessa direttiva risulta che, in pendenza di tale termine, essi devono astenersi dall'adottare disposizioni che possano compromettere gravemente il risultato prescritto dalla direttiva stessa»¹⁰.

Il principio di non aggravamento così sancito, in via generale, viene poi declinato nel senso che siffatto obbligo di astensione si impone a tutte le autorità nazionali, ivi

Zuid-Hollandse Milieufederatie, EU:C:2005:678, delinea una distinzione tra l'obbligo di *stand still*, inteso come vincolo di non modificare la normativa vigente, e quello di non aggravamento, da intendersi invece nel senso che gli Stati membri possono introdurre modifiche alla normativa vigente, anche non volte al recepimento della direttiva (punto 39), purché non tali da compromettere gravemente la realizzazione dello scopo previsto dalla direttiva stessa (punto 42). Nel presente lavoro l'obbligo di astensione va perciò inteso in connessione con quello di non aggravamento, nel senso cioè di evitare di adottare qualsiasi disposizione (per il significato da attribuire al termine «disposizione», vedi, *infra*, nota 27) che possa recare grave pregiudizio alla realizzazione dello scopo previsto dalla direttiva.

⁷ Conclusioni del 7 ottobre 1986, [causa 30/85](#), *Teuling*, EU:C:1986:367, punto 7.

⁸ *Ibidem*, corsivo aggiunto.

⁹ [Causa C-129/96](#), EU:C:1997:628.

¹⁰ *Ivi*, punto 45. Per la costante giurisprudenza formatasi in argomento, vedi, per tutte, sentenze del 8 maggio 2003, [causa C-14/02](#), *Atral*, EU:C:2003:265, punto 58; 22 novembre 2005, [causa C-144/04](#), *Mangold*, EU:C:2005:709, punto 67; 14 giugno 2007, [causa C-422/05](#), *Regno del Belgio*, EU:C:2007:342, punto 62 ss., dove è stato ritenuto in violazione della direttiva un provvedimento che pur perseguendo gli obiettivi della direttiva stessa ne pregiudicava tuttavia i presupposti per il recepimento e l'applicazione omogenea in tutta la Comunità (punto 65); e sentenza del 26 maggio 2011, [cause riunite da C-165/09 a C-167/09](#), *Stichting Natuur en Milieu e a.*, EU:C:2011:348, punto 78. Per le possibili conseguenze in capo ai singoli della violazione dell'obbligo di astensione delineato dalla Corte, vedi S. AMADEO, *L'efficacia "obiettiva" delle direttive comunitarie ed i suoi riflessi nei confronti dei privati. Riflessioni a margine delle sentenze sui casi Linster e Unilever*, in *Diritto dell'Unione europea*, 2001, pp. 95-118, spec. p. 112 s.

comprese quelle giurisdizionali¹¹, facendo così sorgere la questione di quale sia in concreto l'attività che i giudici sono chiamati a svolgere, dal momento che nel frattempo alcuni Avvocati generali si erano espressi nel senso che le disposizioni del diritto nazionale devono essere interpretate ed applicate in modo conforme alla direttiva in vigore¹². In merito, la Corte, nel caso *Adeneler*, ha assunto una posizione diversa da quella degli Avvocati generali, introducendo una distinzione a proposito del possibile operare dell'obbligo di interpretazione conforme, al quale non sarebbe dato ricorrere durante il periodo transitorio.

Con riguardo al quesito relativo a quale sia il momento a decorrere dal quale il giudice nazionale abbia l'obbligo di interpretare il proprio diritto in conformità ad una direttiva, l'Avvocato generale Kokott¹³ aveva infatti suggerito alla Corte di rispondere che tale obbligo d'interpretazione conforme sorge già dal momento dell'entrata in vigore della direttiva stessa¹⁴. La Corte non ha seguito tuttavia l'impostazione dell'Avvocato generale e ha preferito «distinguere tra un più ristretto e un più ampio obbligo di interpretazione conforme»¹⁵.

Una volta, infatti, affermato che l'esigenza «di un'interpretazione conforme del diritto nazionale è [...] inerente al sistema del Trattato»¹⁶, la Corte, riferendosi in effetti all'ipotesi di tardiva attuazione di una direttiva, si è posta la domanda di quale sia la data a partire dalla quale i giudici nazionali devono applicare il principio di interpretazione conforme e la risposta è stata che così come, «prima della scadenza del termine di attuazione di una direttiva, non si può contestare agli Stati membri di non aver ancora adottato i provvedimenti di recepimento di quest'ultima nel loro ordinamento giuridico»¹⁷, alla stessa stregua i giudici nazionali sono tenuti ad interpretare il diritto interno in modo conforme alla direttiva «solamente a partire dalla scadenza del termine di attuazione di quest'ultima»¹⁸. Ciò significa che l'obbligo non può estendersi al periodo, antecedente la scadenza del termine di recepimento, che decorre dalla entrata in vigore

¹¹ Corte di giustizia, sentenza del 4 luglio 2006, [causa C-212/04, Adeneler e a.](#), EU:C:2006:443, punto 122.

¹² In tal senso, Avvocato generale Darmon, conclusioni del 14 novembre 1989, [causa C-177/88, Dekker](#), EU:C:1989:424, punto 11, e 29 maggio 1991, [cause riunite da C-87/90 a 89/90, Verholen](#), EU:C:1991:223, punto 15; Avvocato generale Jacobs, conclusioni del 24 aprile 1997, [causa C-129/96, Inter-Environnement Wallonie](#), EU:C:1997:216, punto 29 ss.; Avvocato generale Tizzano, conclusioni del 30 giugno 2005, [causa C-144/04, Mangold](#), EU:C:2005:420, punto 115, e del 27 aprile 2006, [causa C-81/05, Cordero Alonso](#), EU:C:2006:26, punti 24 e 33. In merito al «nucleo del ragionamento» svolto dagli Avvocati generali, vedi le osservazioni di D. GALLO, *L'efficacia diretta del diritto dell'Unione europea negli ordinamenti nazionali. Evoluzione di una dottrina ancora controversa*, Milano, 2018, p. 319 ss.

¹³ Conclusioni del 27 ottobre 2005, [causa C-212/04, Adeneler e a.](#), EU:C:2005:654, punto 42 ss.

¹⁴ *Ivi*, punto 54. Una soluzione analoga era già stata proposta dallo stesso Avvocato generale nelle conclusioni presentate, nel caso *Wippel*, il 12 ottobre 2004, [causa C-313/02](#), EU:C:2004:308, punto 58 ss.

¹⁵ M. GUIDI, *Sulla questione dell'obbligo di interpretazione conforme di una direttiva rispetto al termine della sua entrata in vigore*, in *Studi sull'integrazione europea*, 2008, pp. 409-437, p. 425.

¹⁶ Sentenza *Adeneler*, cit., punto 109.

¹⁷ *Ivi*, punto 114.

¹⁸ *Ivi*, punto 115.

della direttiva, in quanto va rispettata la libertà accordata agli Stati membri in sede di adozione della normativa di adeguamento.

Tuttavia, la stessa Corte non ha potuto dimenticare che in base alla propria giurisprudenza «una direttiva produce effetti giuridici nei confronti dello Stato membro destinatario – e pertanto di tutti gli organi nazionali, a seconda dei casi – a seguito della sua pubblicazione o dalla data della sua notifica»¹⁹ e che da ciò consegue l'obbligo generale di astensione che grava su tutte le autorità nazionali e quindi anche sui giudici²⁰. Ne consegue, pertanto, che durante il periodo transitorio questi ultimi «devono astenersi per quanto possibile dall'interpretare il diritto interno in un modo che rischierebbe di compromettere gravemente, dopo la scadenza del termine di attuazione, la realizzazione del risultato perseguito dalla direttiva»²¹.

L'interpretazione conforme appartiene dunque alle ipotesi di tardiva o non corretta attuazione di una direttiva, mentre prima della scadenza del termine di recepimento occorre evitare di mettere a (grave) rischio il conseguimento del risultato perseguito dalla direttiva, pur continuando ad applicarsi la normativa esistente.

Di fatto viene chiesto al giudice comune, e prima ancora all'operatore, di operare una difficile distinzione tra «l'interpretazione conforme» (interpretare cioè il diritto interno in modo quanto più possibile coerente col diritto dell'Unione, con l'unico limite del *contra legem*) e «l'interpretazione che non compromette i risultati della direttiva», secondo peraltro una formulazione non diversa da quella che descrive l'obbligo generale di astensione che riguarda gli Stati membri²².

Sul piano pratico, anche nella seconda ipotesi si tratterebbe pur sempre di una declinazione, per quanto più *soft*, del vero e proprio obbligo di interpretazione conforme, tanto che è concreto il rischio che la stessa distinzione fra le due ipotesi finisca per divenire oltremodo sottile, se non addirittura per svanire. Il principio così enunciato è stato oggetto di una successiva giurisprudenza della stessa Corte²³ che, tuttavia, non ha chiarito definitivamente i confini del c.d. «effetto di blocco» o «divieto di vanifica» così statuito²⁴.

¹⁹ *Ivi*, punto 119.

²⁰ *Ivi*, punto 121 s.

²¹ *Ivi*, punto 123.

²² Così, per tutte, Corte di giustizia, sentenza dell'11 settembre 2012, [causa C-43/10](#), *Nomarchiaki Aftodioikisi Aitoloakarnamas e a.*, EU:C:2012:560, punto 57.

²³ In senso conforme alla sentenza *Adelener*, vedi Corte di giustizia, sentenza del 23 aprile 2009, [cause riunite C-261/07 e C-299/07](#), *VTB-VAB*, EU:C:2009:244, punto 39; e, in pari data, [cause riunite da C-378/07 a C-380/07](#), *Angelidaki e a.*, EU:C:2009:250, punto 206.

²⁴ Per ampie considerazioni in merito, vedi, per tutti, A. CIRCOLO, *Il giudice nazionale e l'obbligo di interpretare il proprio diritto in maniera conforme al diritto dell'Unione*, in *Eurojus*, 2023, n. 2, pp. 95-121, spec. p. 101 s., reperibile [online](#); in precedenza, vedi, per tutti, R. CAFARI PANICO, *Per un'interpretazione conforme*, in *Diritto Pubblico Comparato ed Europeo*, 1999, pp. 383-396, spec. p. 388 s.; e M. GUIDI, *Sulla questione dell'obbligo di interpretazione conforme*, cit., p. 420 ss. A conferma della complessità del quadro può anche capitare che sia la stessa Corte di giustizia a «dimenticare» la propria giurisprudenza, come avvenuto nel caso *CV* (sentenza del 4 ottobre 2024, [causa C-406/22](#), EU:C:2024:841).

Considerazioni analoghe sono state svolte dal Consiglio di Stato in una sentenza del 2015²⁵ in materia di affidamenti *in house*, rimasta di attualità per le conclusioni cui perviene. I giudici di Palazzo Spada, dato atto del fatto che «la giurisprudenza comunitaria riconosce una forma di rilevanza giuridica alla direttiva anche prima che sia scaduto il termine per il suo recepimento», hanno tuttavia evidenziato come si tratti di una rilevanza giuridica «che si traduce semplicemente, in nome del principio di leale collaborazione, in un dovere di stand still». Ciò vale ad escludere che possa trattarsi dell'obbligo di interpretazione conforme, ma piuttosto «soltanto di un obbligo negativo, che si sostanzia nel dovere di astenersi dall'interpretazione difforme potenzialmente pregiudizievole per i risultati che la direttiva intende conseguire», vale a dire «da qualsiasi forma di interpretazione o di applicazione del diritto nazionale da cui possa derivare, dopo la scadenza del termine di attuazione, la messa in pericolo del risultato voluto dalla direttiva». Si tratta dunque «di un obbligo attenuato rispetto a quello di interpretazione conforme» e se quest'ultimo «ha un valore prossimo all'effetto diretto, lo stesso valore non può riconoscersi all'obbligo di astensione da un'interpretazione difforme dal diritto dell'Unione europea che non consente una lettura della norma interna additiva, dovendosi altrimenti ritenere i due istituti giuridici sovrapponibili».

La distinzione tra l'attività di interpretazione «conforme» e quella di interpretazione «difforme», per quanto accattivante sul piano lessicale, appare non altrettanto chiara su quello sostanziale e soprattutto non risolutiva, tenuto conto del fatto che il caso di specie si collocava «al di fuori di questa limitata rilevanza giuridica “negativa”», di modo che il Consiglio di Stato ha potuto esimersi dal dare un'applicazione concreta al principio così enunciato.

Quanto invece all'oggetto della valutazione da parte dei giudici nazionali, la stessa Corte di giustizia ha avuto modo di indicare al giudice nazionale la strada da seguire, affermando che a dover essere prese in considerazione non sono solo le disposizioni emanate in attuazione della nuova direttiva, «ma altresì, a decorrere dalla data di entrata in vigore di detta direttiva, le disposizioni nazionali idonee a garantire la conformità del diritto nazionale a quest'ultima»²⁶. In questo modo gli effetti anticipati della direttiva

con riguardo al regolamento 2024/1438, già in vigore ma applicabile solo da giugno 2026. Come è stato rilevato, il nuovo regolamento «dovrebbe imporsi al giudice nazionale alla stregua di un canone interpretativo a far data dal 23 maggio 2024» (F. MUNARI, *Le torri (d'avorio?) di Kirchberg: riflessioni a margine della sentenza CV c. Ministero dell'Interno della Repubblica Ceca*, in *Eurojus*, 2024, n. 4, pp. 1-15, reperibile [online](#)). La Corte ha invece ignorato una lettura del diritto interno coerente con la nuova normativa determinando così «effetti non desiderabili» in relazione all'obbligo di *stand still* che grava «sui giudici nazionali rispetto alle norme UE già in vigore ma non ancora applicabili, e che impone loro di non generare situazioni contraddittorie con gli obiettivi perseguiti da tali norme» (*ibidem*).

²⁵ Consiglio di Stato, sez. VI, sentenza del 26 maggio 2015, n. 2660, punto 24. Per un commento, vedi G. CARULLO, *Nota di segnalazione della sentenza del Consiglio di Stato, Sez. VI, del 26 maggio 2015, n. 2660*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2015, pp. 1028-1031.

²⁶ Sentenza *VTB-VAB*, cit., punto 35; e, nello stesso senso, già sentenza *Cordero Alonso*, cit., punto 29.

sarebbero assicurati attraverso una attività ermeneutica che investe l'intero contesto normativo nazionale in cui insiste la direttiva.

La conseguenza per il singolo soggetto, ovvero nel nostro caso per il GEFIA, nella sua qualità di gestore di un FIA di crediti, è che, da un lato, non possono insorgere nuovi obblighi a suo carico, e che, dall'altro, il GEFIA non può non tenere conto nel proprio operare nel corso del periodo transitorio di quale sarebbe, in caso di contenzioso, l'interpretazione del giudice chiamato ad applicare il diritto interno alla luce della direttiva, oppure di quale potrebbe essere l'atteggiamento della autorità di vigilanza competente nell'espletamento della sua attività di supervisione.

In definitiva, una volta escluso l'obbligo di interpretazione conforme, sussisterebbe comunque²⁷ per le stesse autorità nazionali l'obbligo di tenere «in considerazione»²⁸ la direttiva in vigore durante il periodo precedente la sua trasposizione nell'ordinamento giuridico nazionale, al fine di valutare l'esistenza di rischi potenziali e garantire che non vengano realizzati atti che possano gravemente compromettere la realizzazione del risultato perseguito dalla direttiva stessa alla data prevista per la sua attuazione.

I due diversi orientamenti possono peraltro trovare composizione accogliendo l'una o l'altra soluzione sulla base del contenuto del diritto interno, in virtù di una verifica da compiersi caso per caso; in particolare, non vi sarebbero, a nostro avviso, ostacoli ad ammettere il ricorso alla interpretazione conforme ove il dettato della norma nazionale abbia una portata sufficientemente ampia e lasci margine per diverse interpretazioni, in modo da poterle attribuire, sulla base di detto principio²⁹, la portata che più permetta di conseguire, per quanto possibile, il risultato perseguito dalla direttiva; diverso è il caso, quale quello in esame, in cui la norma nazionale manca del tutto (oppure sia palesemente e irrimediabilmente incompatibile).

In questo secondo caso, l'applicazione delle limitazioni enunciate nella direttiva fin dalla data di entrata in vigore andrebbe ben oltre la mera attività ermeneutica e anche oltre i confini fissati dalla formula «quanto più possibile coerente col diritto dell'Unione», avendo come risultato quello di integrare l'ordinamento interno con una disposizione comunitaria del tutto nuova che di per sé sarebbe destinata comunque a produrre effetti (diretti) solo decorsa la data per la sua attuazione e come risultato quello di creare per i singoli interessati obblighi non altrimenti desumibili in via interpretativa dal diritto interno già vigente.

²⁷ Al riguardo si veda, anche per ulteriori riferimenti, S. AMADEO, *L'efficacia "obiettiva" delle direttive comunitarie*, cit., p. 112 s.

²⁸ Così Avvocato generale Sharpston, conclusioni del 24 gennaio 2013, [cause riunite da C-457/11 a C-460/11](#), *VG Wort e a.*, EU:C:2013:34, punto 136. Lo stesso Avvocato generale però precisa come «non sussista alcun principio o disposizione generale di diritto dell'Unione europea che impedisca ad un giudice nazionale di interpretare il proprio diritto interno conformemente alla direttiva prima della scadenza del termine di trasposizione», rinviando così la risposta finale a quanto previsto nei singoli ordinamenti.

²⁹ Nel senso che l'esigenza di una interpretazione conforme del diritto nazionale è comunque «inerente al sistema del Trattato», sentenza *Adelener*, cit., punto 109.

La direttiva e i precetti giuridici in essa contenuti dovrebbero invece essere presi in considerazione per escludere unicamente quelle disposizioni, ovvero quegli atti, o interpretazioni, che seguendo un indirizzo diverso rispetto a quello tracciato nella direttiva stessa possano pregiudicare «gravemente» le finalità della direttiva stessa in vista della sua trasposizione³⁰.

Quanto al senso che il giudice, adito in una controversia tra privati in pendenza del periodo di trasposizione, potrebbe dare all'espressione «pregiudicare gravemente» si può ritenere, da un lato, che compromissioni «non gravi» della finalità della direttiva siano ammesse o comunque tollerate, e, dall'altro, che debba trattarsi di conseguenze non solo contrarie alle finalità comunitarie, ma anche difficilmente reversibili e capaci di proseguire ben oltre il termine di trasposizione, pregiudicando la realizzazione delle scelte operate dal legislatore dell'Unione³¹.

Dal che consegue che i FIA, la cui strategia consista in tutto o in parte nella cessione a terzi dei crediti originati, possono, durante il periodo transitorio, procedere con l'esecuzione di tali operazioni di cessione a terzi, ma, nel farlo, devono applicare fin da ora nella propria operatività il diritto interno in maniera possibilmente coerente con le finalità della Direttiva, tenendo, cioè, in considerazione, per quanto possibile, le sue disposizioni, nella misura in cui quest'ultime non creino per essi obblighi del tutto nuovi e non già desumibili dal diritto vigente per il tramite di una interpretazione conforme. Il tutto, come osservato, al fine di evitare, con un atteggiamento prudentiale, che si determinino situazioni che, per i loro «effetti concreti» e la «durata nel tempo»³², possano poi compromettere gravemente, una volta recepita la Direttiva, il perseguimento delle finalità di quest'ultima, essendo destinate a perdurare oltre la pertinente data di recepimento.

Il che, a nostro avviso, significa che a venire in considerazione saranno in particolare la natura del credito ceduto, soprattutto nel caso si tratti di un credito comunque garantito, il suo importo nonché la qualità del cessionario alla luce anche delle attività di verifica e di analisi che quest'ultimo può svolgere in sede, ad esempio, di *due diligence*. Si tratta, infatti, di circostanze che potrebbero escludere che la cessione a terzi dei crediti originati dal FIA configuri, per lo meno nella misura richiesta durante il periodo

³⁰ Quanto al significato da attribuire al termine «disposizioni», vedi conclusioni Avvocato generale Kokott, *Stichting*, cit., per la quale il divieto di vanificare i risultati della direttiva si applica non solo alle disposizioni legislative ma, in genere, anche alle misure adottate dalle autorità statali, ivi inclusa anche «la giurisprudenza» (punto 84).

³¹ In merito, con riguardo alle circostanze in cui si può ritenere che una normativa nazionale sia in grado di compromettere gravemente il risultato di una direttiva, vedi Avvocato generale Poiares Maduro, conclusioni del 25 gennaio 2007, [causa C-422/05](#), *Regno del Belgio*, EU:C:2007:62, punto 46 ss. Vedi anche, per il carattere ipotetico della valutazione da compiere, Avvocato generale Cruz Villalón, conclusioni del 16 novembre 2011, [causa C-357/10](#), *Duomo*, EU:C:2011:736, punto 20 ss.

³² Corte di giustizia, sentenza 5 aprile 2011, [causa C-119/09](#), *Société fiduciaire nationale d'expertise comptable*, EU:C:2011:208, punto 19.

transitorio, quell'azzardo morale (*moral hazard*) che costituisce, come di seguito illustrato, la *ratio* del divieto imposto dalla Nuova Direttiva.

4. Segue. Considerazioni in merito al divieto di *originate-to-distribute strategies* e alla correlata *risk retention rule*: la nozione di terzo.

Per una corretta comprensione del significato da attribuire al divieto di «originate-to-distribute strategies» e alla correlata «risk retention rule» può risultare utile ripercorrere l'iter legislativo che ha portato all'attuale testo della Direttiva con riguardo a dette disposizioni.

Nella proposta iniziale della Commissione del 25 novembre 2021³³ è prevista la modifica dell'art. 15 della direttiva 2011/61/UE con l'introduzione di un nuovo par. 4-*sexies* al fine di «evitare situazioni di azzardo morale in cui i prestiti sono concessi per essere immediatamente venduti sul mercato secondario. Si propone al riguardo che i FIA siano tenuti a mantenere un interesse economico pari al 5% del valore nozionale dei prestiti concessi e venduti»³⁴.

Come confermato nel considerando 13 della proposta, l'obiettivo di evitare «situazioni in cui i prestiti sono concessi con il solo scopo di venderli» è quindi perseguito con l'introduzione del predetto obbligo generalizzato di *retention*, evidentemente ritenuto adeguato a impedire l'insorgere di tali situazioni o per lo meno a rendere il relativo rischio accettabile, grazie alla necessità per i FIA di *direct lending* di mantenere in via continuativa un'esposizione rispetto ai prestiti originati, così da incentivare i relativi GEFIA a un'attenta valutazione della qualità creditizia degli impieghi e del merito creditizio dei prenditori.

Il Parlamento europeo è intervenuto introducendo invece espressamente il divieto per i GEFIA di gestire FIA la cui strategia di investimento consista nel concedere prestiti al solo scopo di trasferire tali prestiti a terzi³⁵. A ciò si accompagnava l'eliminazione della disposizione relativa alla *retention rule* del 5%. In tal modo il risultato che ne conseguiva era la statuizione di un divieto assoluto di adottare una strategia di investimento quale quella sopra descritta.

A seguito della interlocuzione con il Consiglio nell'ambito della procedura legislativa ordinaria, si perveniva alla stesura di un nuovo testo in cui il considerando 13 rimaneva invariato, mentre le modifiche da apportare all'art. 15 della direttiva 2011/61/UE prevedevano sia il divieto di *originate-to-distribute* sia l'obbligo di *retention* nel caso di cessione a terzi, quando evidentemente si tratti di cessioni che non siano il

³³ [COM\(2021\) 721 final](#).

³⁴ Relazione alla proposta della Commissione, p. 15.

³⁵ Il nuovo par. 4ea, nella versione inglese della proposta di modifica, così recita: «*Member States shall prohibit AIFMs from managing AIFs whose investment strategy is to originate loans with the sole purpose of transferring those loans to third parties (originate-to-distribute)*».

frutto della strategia di investimento del FIA, ma avvengano su base opportunistica. Questa formulazione ricompare nel *Provisional agreement resulting from interinstitutional negotiations*, del 9 novembre 2023³⁶, e quindi, già con la numerazione definitiva nella posizione del Parlamento europeo, del 7 febbraio 2024³⁷, cui è seguita l'approvazione della Direttiva nel suo testo definitivo.

Da una lettura del testo finale della Direttiva emerge come a determinare l'insorgere del divieto di *originate-to-distribute* sia la fattispecie della cessione a terzi di prestiti o esposizioni, quando questa sia la strategia - esclusiva o anche solo parziale - del FIA. Diversamente, la cessione a terzi è sempre consentita quando la stessa avvenga su base tattica, ma essa si accompagna all'obbligo di *retention*, peraltro con una serie di eccezioni specificamente individuate dal testo normativo.

Ripercorrendo tuttavia l'*iter* legislativo appare evidente che si è passati, nelle varie versioni del provvedimento, da un obbligo di *retention* generale, applicabile a qualunque cessione effettuata sul mercato secondario (e a prescindere da ogni riferimento alla strategia di investimento del FIA), ad un divieto (assoluto) per i GEFIA di gestire FIA la cui strategia consista, in tutto o in parte, nella cessione dei prestiti erogati, senza fare più alcuna menzione della *retention rule*, e, infine, ad una formulazione in cui, fermo restando il divieto assoluto di strategie di *originate-to-distribute*, è stato reintrodotta l'obbligo di *retention*, evidentemente solo con riferimento alle operazioni di cessione a terzi che non rientrino nel contesto di una (vietata) strategia di investimento.

Alla luce di quanto sopra è pertanto evidente come la qualificazione di «terzo» sia centrale tanto ai fini dell'applicazione del divieto assoluto in discorso quanto, laddove l'operazione sia invece ammessa, ai fini del corretto adempimento dell'obbligo di mantenimento del rischio nella percentuale indicata.

La Nuova Direttiva non contiene però una specifica definizione della nozione di «terzo» che permetta di stabilire se e quando la strategia di investimento debba ritenersi vietata, ma al contempo non opera alcun rinvio al diritto nazionale. Sorge quindi la questione se gli Stati membri restino liberi di definire ciò che rientra in tale nozione o se, per contro, la nozione rientri in un'interpretazione autonoma del diritto dell'Unione. La risposta deriva dal funzionamento del mercato interno che richiede, al fine di evitare un rischio di frammentazione, che la nozione di terzo, quale nozione autonoma del diritto dell'Unione, sia oggetto di interpretazione ed applicazione in modo uniforme negli ordinamenti degli Stati membri³⁸. Di conseguenza, il significato di tale nozione va

³⁶ *Committee on Economic and Monetary Affairs, Provisional agreement resulting from interinstitutional negotiations*, AG\1290127EN, reperibile [online](#).

³⁷ Le fasi del procedimento 2021/0376/COD sono consultabili [online](#).

³⁸ Nel senso che, «secondo una costante giurisprudenza della Corte, le esigenze inerenti sia all'applicazione uniforme del diritto dell'Unione sia al principio di uguaglianza comportano che una disposizione del diritto dell'unione, la quale non contenga alcun espresso richiamo al diritto degli Stati membri ai fini della determinazione del proprio significato e della propria portata, deve di regola essere oggetto, nell'intera Unione europea, di un'interpretazione autonoma e uniforme, da effettuarsi tenendo

desunto dalla lettura complessiva della direttiva 2011/61/UE, così come modificata, nonché dal contesto in cui essa si inserisce e dagli scopi perseguiti dalla normativa di cui fa parte.

In altri termini, si tratta di procedere ad una interpretazione sistematica della nozione di «terzo» che abbia come termini di riferimento, per quanto possibile, le fattispecie indicate nella direttiva stessa al fine di escluderne l'applicazione alle imprese tra cui sussistano sul piano societario quelle relazioni ritenute rilevanti nella direttiva stessa.

Si prospettano così due declinazioni di tale nozione, entrambe basate sul rapporto sostanziale di terzietà o meno esistente tra i soggetti tra i quali si avvia e si realizza l'intera operazione di cessione.

Nella prima prospettiva, l'ipotesi è che la cessione avvenga da parte del FIA a soggetti controllati dallo stesso fondo.

In tal caso non può considerarsi cessione a terzi quella in cui il cessionario sia società controllata dallo stesso FIA, in analogia con quanto già previsto nella direttiva 2011/61/UE che esclude di fatto dall'ambito di applicazione della stessa, sotto diversi profili, i rapporti tra società madre e controllata (considerando 16 e art. 3, par. 1)³⁹.

conto non solo dei termini, ma anche del suo contesto e dell'obiettivo perseguito dalla normativa in parola», vedi, da ultimo, Corte di giustizia, sentenza del 13 febbraio 2025, [causa C-625/23, Società Agricola Circe](#), EU:C:2025:86, punto 37, anche per riferimenti giurisprudenziali. In merito all'esigenza che le nozioni autonome di diritto dell'Unione siano oggetto di applicazione omogenea in tutti gli Stati membri per evitare di compromettere l'uniformità applicativa, vedi, con riguardo alla nozione di «emanazione statale», F. LIGUORI, *La nozione di emanazione statale ai fini dell'invocabilità di una direttiva avente effetti diretti*, in *Quaderni AISDUE*, 2025, n. 1, pp. 1-30, reperibile [online](#).

³⁹ Da una lettura del testo originario della direttiva 2011/61/UE, ora modificata, ma non per la parte che qui rileva, emerge come sia esclusa l'applicazione della stessa direttiva, o di talune disposizioni, quando si tratti di rapporti tra imprese che siano legate da particolari relazioni societarie, indicate nell'art. 3 (e nel considerando 16). Tutte situazioni, quelle ora indicate, che sono riconducibili ad una nozione, per quanto lata, di soggetto «non terzo» propria della disciplina in esame. Ai fini della non-applicazione del divieto di *originate-to-distribute* non assume invece rilievo la nozione di «stretti legami» di cui alla Direttiva AIFM2 (art. 4, par. 1, lett. e). Ciò in quanto tale concetto non ha la funzione di individuare specifiche fattispecie sottratte alla disciplina della Direttiva AIFM. Anzi, esso rileva sia nella tematica dei conflitti di interessi sia in quella delle operazioni personali (cfr. artt. 30 e 63 del regolamento delegato (UE) 231/2013, cit.) al fine di definire specifiche situazioni pienamente soggette alla normativa europea sui gestori di fondi di investimento alternativi. Ragionare diversamente non ci appare neppure in linea con la *ratio* del divieto, che è quella di evitare situazione di azzardo morale, in quanto quest'ultimo ben potrebbe ricorrere anche in presenza di una cessione di crediti tra soggetti aventi tra essi stretti legami: si pensi ad esempio al caso di due società legate da un rapporto partecipativo del 20% dei diritti di voto o del capitale. L'interpretazione qui accolta è invece più vicina, per quanto riguarda i legami tra le imprese interessate, a quella di unità economica, propria del diritto della concorrenza, in base alla quale «persone giuridicamente distinte», organizzate sotto forma di gruppo, «formano un'unica impresa quando non determinano in modo autonomo il loro comportamento sul mercato di cui trattasi, ma, alla luce, in particolare, dei vincoli economici, organizzativi e giuridici che le uniscono a una società madre, subiscono a tal fine gli effetti dell'esercizio effettivo, da parte di tale unità di direzione, di un'influenza determinante»: Corte di giustizia, sentenza del 12 maggio 2022, [causa C-377/20, Servizio elettrico nazionale e a.](#), EU:C:2022:379, punto 108. Si veda anche Corte di giustizia, sentenza del 19 gennaio 2023, [causa C-680/20, Unilever Italia](#), EU:C:2023:33, punto 23 ss., e, da ultimo, si vedano le conclusioni dell'Avvocato generale Kokott, del 3 aprile 2025, [cause riunite C-672/23 e C-673/23, Electricity & Water Authority](#), EU:C:2025:243, punto 25 ss. In dottrina, vedi, R. CAFARI PANICO e F. DI BENEDETTO, *La nozione di gruppo di imprese nel prisma del diritto della*

In tale ipotesi, del resto, neppure ricorrono quell'azzardo morale e quel rischio di scarsa qualità creditizia la cui prevenzione costituisce, come si avrà modo di chiarire, la *ratio* delle nuove norme in materia di *originate-to-distribute* e *retention rule*, posto che i soggetti che sopportano il rischio economico dei crediti originati dal FIA continuano a essere – sia pure ora in via indiretta o mediata – i quotisti del FIA stesso, e ciò corrobora ulteriormente l'interpretazione qui sostenuta.

Una seconda ipotesi è che la cessione avvenga da parte del FIA a favore di un veicolo di cartolarizzazione (di seguito «SPV») che finanzia l'acquisto dei prestiti originati da parte del FIA mediante l'emissione di *notes*. Si tratta di una fattispecie che incontra frequentemente il favore degli investitori in quanto le *notes* così emesse beneficiano di una più facile trasferibilità e possono anche essere quotate su mercati regolamentati europei con costi relativamente contenuti.

Sulla base di quanto sopra osservato in merito ai rapporti fra società dello stesso gruppo, la cessione alla SPV, ove costituita e quindi controllata dallo stesso FIA, non configurerebbe a prima vista una cessione a terzi e quindi non potrebbe dirsi sussistente una strategia perseguita dal fondo e volta a trasferire ai terzi sottoscrittori delle *notes* emesse dalla SPV l'esposizione verso i crediti originati dal FIA e successivamente oggetto di cessione.

In questa prospettiva, quindi, ad escludere che si ricada nel divieto di *originate-to-distribute* sarebbe il rapporto di controllo esistente tra il FIA e la SPV. Tuttavia, un tale argomento potrebbe non essere sufficiente per escludere, sul piano concreto e sostanziale, che possa operare comunque il divieto in discussione, dal momento che, come osservato, il trasferimento della esposizione avviene in prima battuta a favore della SPV, ma – tenuto conto delle modalità di finanziamento di quest'ultima – il rischio economico dell'operazione è di fatto trasferito ai sottoscrittori delle *notes*. Si potrebbe infatti agevolmente sostenere, in analogia con quanto previsto dalla Nuova Direttiva in tema di concessione di prestiti da parte del FIA per il tramite di una società veicolo, che la costituzione della SPV ai fini del trasferimento a quest'ultima dei crediti originati sia almeno potenzialmente elusiva del nuovo divieto previsto dalla normativa europea⁴⁰.

Ad assumere infatti rilevanza, visto lo scopo perseguito dalla Direttiva, è l'atto della emissione delle *notes* mediante le quali l'esposizione verso i crediti è trasferito «a terzi», con conseguente piena «trasparenza» della SPV, a prescindere da chi l'abbia costituita,

concorrenza dell'Unione europea, in J. MOSCIANESE e R. CAFARI PANICO (a cura di), *Le operazioni di M&A fra regolamentazione e concorrenza*, Torino, 2022, pp. 219-252; M. MIGLIORI, *Alcune riflessioni a margine della sentenza Unilever Italia, con particolare riferimento alla nozione di singola entità economica: un'estensione del principio anche al di là dell'art. 101 TFUE?*, in questa *Rivista*, 2023, n. 2, pp. 141-157, reperibile [online](#).

⁴⁰ Vedi considerando 14, nonché art. 1, par. 1 lett. *b, ar, ii*, della Nuova Direttiva, che modifica l'art. 4 della direttiva 2011/61/UE.

posto che la sua finalità tipica consiste nell'emissione di *notes* (titoli) sottoscritti da investitori.

Perché dunque non si ricada nel divieto in commento, occorre che anche in questo caso i soggetti che sono ai capi opposti del filo rosso che congiunge le varie operazioni siano sostanzialmente i medesimi, ovvero che, tenuto conto della trasparenza della SPV, i quotisti del FIA siano i medesimi – con percentuali di partecipazione sostanzialmente analoghe – rispetto ai sottoscrittori delle *notes* emesse dalla SPV cessionaria dei crediti.

La conclusione cui siamo ora pervenuti risulta coerente con quanto enunciato nel considerando 20 della Direttiva, che chiarisce che le novità legislative relative all'obbligo di mantenimento del rischio e al divieto della strategia di *originate-to-distribute* sono state introdotte al fine di «evitare azzardi morali e mantenere la qualità generale del credito». Con tale locuzione il legislatore comunitario intende plausibilmente riferirsi alla necessità di evitare il crearsi di situazioni in cui il soggetto che eroga ed origina i finanziamenti, già sapendo che li cederà a terzi, possa essere indotto a non curare con la dovuta diligenza il merito creditizio dei prenditori, in quanto comunque non sosterrà il relativo rischio economico, così creando situazioni potenzialmente pregiudizievoli anche per la stabilità del mercato.

Quanto ora osservato induce a ritenere, in termini generali, che la nozione di «terzo», interpretata in coerenza con gli obiettivi espressamente enunciati nella Nuova Direttiva, quali un elevato livello di tutela degli investitori e la salvaguardia della stabilità finanziaria, come enunciati nel relativo considerando 1, possa essere intesa nel senso che non sono sussumibili in essa tutti i soggetti con i quali il soggetto erogante il credito sia legato da significativi rapporti sul piano tanto economico quanto, in specie, partecipativo, tali comunque da far ritenere che le operazioni di cessione non comportino scelte avventate di azzardo morale né riduzioni della qualità del credito per l'evidente rischio di doverne integralmente sopportare, anche indirettamente o in via mediata, le conseguenze.

Tutte circostanze quelle ora accennate che fanno sì che nel periodo transitorio non vi siano ostacoli a che i GEFIA possano gestire FIA di crediti la cui strategia sia quella di cedere, in tutto o anche solo in parte, i crediti dagli stessi originati a terzi quando l'operazione si presenti come «chiusa» ovvero si sviluppi nell'ambito di un numero delimitato di soggetti tutti tra loro connessi, senza che si realizzi un effettivo trasferimento del rischio economico a carico di soggetti propriamente qualificabili come «terzi» rispetto a detta operazione.

Sta di fatto che se i sottoscrittori delle *notes* non possono essere qualificati come terzi in senso proprio, allora, a rigore, la stessa strategia del FIA non potrebbe essere qualificata come *originate-to distribute*, salvo ritenere che la struttura dell'operazione possa avere carattere elusivo.

Il problema potrebbe, infatti, porsi se il sottoscrittore delle *notes* procedesse immediatamente a cedere sul mercato secondario le stesse o addirittura avesse già precedentemente concluso con soggetti terzi accordi al riguardo.

Non vi è dubbio che le scelte commerciali e di *business* del sottoscrittore sono estranee alle strategie del Fondo, ma l'intera operazione potrebbe essere stata preordinata per aggirare il divieto. Alla stessa stregua non vi è dubbio che, dovendo il FIA agire nel periodo transitorio con la necessaria prudenza, occorre che siano poste in atto le dovute cautele, escludendo in particolare automatismi tra le diverse fasi dell'operazione. In un'ottica prudenziale potranno altresì essere previsti periodi di *lock-up* a carico dei sottoscrittori dei titoli emessi dalla SPV nonché specifiche previsioni che subordinino la cessione delle *notes* sul mercato secondario all'esito positivo di una *due diligence* sul portafoglio dei crediti sottostanti da condursi dei consulenti degli acquirenti, così che questi ultimi possano avere un quadro esaustivo e compiuto del profilo di rischio/rendimento dell'operazione.

Trattandosi di una direttiva di armonizzazione completa non vi è apparentemente spazio per l'introduzione, in sede di recepimento nell'ordinamento giuridico italiano della Nuova Direttiva, di disposizioni ancora più restrittive, se non nei limiti delle facoltà di deroga espressamente previste. Non si potrebbe tuttavia escludere che il legislatore italiano al momento della trasposizione della Direttiva adotti criteri più ampi per la definizione di «terzo», giustificandoli con esigenze imperative d'interesse generale connesse alla tutela della stabilità del mercato finanziario e al contenimento del rischio sistemico proprio del contesto di mercato del nostro paese, anche se tale eventualità pare al momento difficilmente ipotizzabile⁴¹. Si tratterebbe comunque di restrizioni frutto dell'esercizio della discrezionalità statale in sede di trasposizione che non rilevano ovviamente ai fini della disciplina del periodo transitorio.

Un intervento definitorio della nozione di «terzo» in termini diversi da quelli da noi tracciati è peraltro oltremodo improbabile. Il disegno di legge di delegazione europea, approvato dal Senato il 27 febbraio 2025 e ora trasmesso alla Camera dei Deputati, nell'indicare, all'art. 13, i principi e criteri direttivi specifici di recepimento della Nuova Direttiva non contiene, infatti, alcuna indicazione relativa alla questione del divieto e della connessa qualificazione di soggetto «terzo»⁴², col risultato che il Governo si limiterà con ogni probabilità a recepire il testo della Direttiva nella sua attuale formulazione.

⁴¹ In merito al possibile configurarsi in tali circostanze di un fenomeno di *gold plating* e al conseguente obbligo di motivazione, vedi, per tutti, C. BURELLI, *Il fenomeno del gold-plating: un ostacolo (sottostimato) all'effettività del diritto dell'Unione europea*, in *Quaderno AISDUE serie speciale*, 2023, n. 4, pp. 247-272, reperibile [online](#); G. RIVELLINI, *L'obbligo di motivazione sugli atti normativi di recepimento del diritto dell'Unione europea: il caso del divieto di gold plating*, in *Eurojus*, 2025, n. 1, pp. 305-313, reperibile [online](#).

⁴² [Atto del Senato n. 1258](#). Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea – Legge di delegazione europea 2024.

Quanto poi al significato da attribuire all'inciso contenuto nel considerando 23 della Nuova Direttiva (secondo cui le regole in tema di *originate-to-distribute* e *risk retention* «dovrebbero applicarsi solo ai prestiti concessi dopo l'entrata in vigore» della Direttiva), va ricordato che i considerando hanno una funzione esplicativa delle ragioni dell'intervento normativo, integrandone la motivazione, ma non contengono enunciati di carattere precettivo, sicché la relativa lettura, in congiunzione con l'articolato, è solo di utilità per una corretta interpretazione del testo.

L'inciso summenzionato andrebbe così inteso nel senso, da un lato, di confermare l'intento legislativo di escludere una efficacia retroattiva delle disposizioni richiamate e, dall'altro, di indirizzare l'operatore verso una interpretazione «prudenziale» del diritto nazionale che non si ponga in «grave contrasto» con la Nuova Direttiva con riguardo alle cessioni di crediti avvenute prima del 16 aprile 2026, ma dopo l'entrata in vigore della Direttiva, al fine di evitare la realizzazione di operazioni che possano «gravemente compromettere» la realizzazione del risultato perseguito a livello europeo.

Per queste ultime, come già rilevato, non varrà, infatti, il regime di deroga previsto per quelle invece antecedenti rispetto a tale data, sicché saranno soggette, nei limiti relativi al regime transitorio sopra delineato, alla nuova disciplina originata dalla trasposizione della Direttiva nell'ordinamento interno, con conseguente illegittimità delle previsioni contrattuali eventualmente divenute incompatibili perché non coerenti con le finalità della Direttiva stessa.

In definitiva, se è vero che la Direttiva non concerne le cessioni di crediti originate da un FIA che siano effettuate prima del 16 aprile 2026, lo è altrettanto osservare che prima di tale data non possono essere compiute cessioni a «terzi», quali propriamente intesi, che, facendo strutturalmente parte della strategia del FIA, siano tali da compromettere gravemente la tutela del credito dopo tale data. In questo senso le disposizioni della Nuova Direttiva devono essere prese in debita considerazione per evitare che si producano conseguenze tali da rendere difficile la realizzazione degli obiettivi della Direttiva al momento della sua trasposizione.

Quanto invece a cessioni a terzi, in senso proprio, che non siano parte anche solo parzialmente della strategia del FIA, avendo carattere occasionale legato alle opportunità del mercato, esse sono sempre possibili nel corso del periodo transitorio. Infine, sono pienamente legittime le cessioni a soggetti diversi dal FIA quando in realtà questi siano entità connesse al FIA o ai suoi quotisti dagli stretti legami partecipativi cui si è fatto cenno, o comunque da rapporti di controllo ritenuti rilevanti dalla normativa europea.

Considerazioni analoghe possono essere svolte con riguardo all'obbligo di *risk retention*, attualmente non previsto dalla normativa vigente, ma di prossima introduzione.

Tale obbligo è strettamente correlato al trasferimento del prestito a terzi e quindi sussiste nella misura in cui il cessionario sia appunto qualificabile come soggetto «terzo» ai sensi della Direttiva, sempre che la concessione di prestiti da parte del fondo non

avvenga al solo scopo di trasferimento dell'esposizione a terzi, non sia cioè manifestazione di una specifica strategia da parte del FIA e del relativo GEFIA.

Quando dunque la cessione a terzi avvenga da parte di un FIA il cui scopo non sia solo quello descritto nel par. 4-*nonies*, in base al par. 4-*decies* della Nuova Direttiva, non vi è motivo per ritenere che tale obbligo di *retention* sia applicabile già durante il periodo transitorio. Anzitutto, tale obbligo non è comunque di per sé assoluto, in quanto la stessa Direttiva indica, al secondo comma dello stesso par. 4-*decies*, le fattispecie di «deroga».

Va anche rilevato che il considerando 20 della Nuova Direttiva, già ricordato, introduce la possibilità che il GEFIA giustifichi alle autorità di vigilanza del proprio Stato membro di origine possibili deroghe a tale obbligo in relazione ai casi indicati nello stesso considerando, prevedendo così un margine di valutazione discrezionale che è invece escluso in radice per quanto riguarda «il principio generale di divieto delle strategie “*originate-to-distribute*”». Ne consegue che nel caso di cessioni a terzi, intesi come soggetti non legati da relazioni partecipative o di controllo, quali quelle sopra illustrate, anche volendo accogliere una soluzione conforme al dettato della Direttiva, sussisterebbe comunque un ampio margine di incertezza circa la sussistenza dell'obbligo di *retention* da risolvere sulla base del concreto caso di specie.

Il tutto senza dimenticare che l'impossibilità oggi di interloquire e confrontarsi per ottenere una approvazione con l'autorità di supervisione preposta alla vigilanza impedisce comunque una corretta attuazione dell'obbligo di *retention*, tanto da far ritenere che lo stesso possa ritenersi vigente solo dopo che l'intero sistema normativo comprensivo delle garanzie così fornite all'operatore sia in vigore, quindi solo dopo la data di trasposizione della Nuova Direttiva nell'ordinamento giuridico italiano.

5. Considerazioni conclusive.

Riassumendo le considerazioni finora svolte, la Direttiva produce pienamente i propri effetti per i GEFIA unicamente dalla data (16 aprile 2026) fissata per la sua trasposizione negli ordinamenti degli Stati membri; cionondimeno, prima di tale data, a partire dalla data di entrata in vigore, le disposizioni della Direttiva devono essere prese in considerazione per evitare che vengano posti in essere atti, inclusa l'interpretazione delle disposizioni ivi contenute, i cui effetti possono gravemente compromettere, dopo la data di trasposizione, le finalità della Direttiva stessa.

Da ciò consegue che il divieto di cui al par. 4-*nonies* (*originate-to-distribute*) deve essere rispettato nel corso del periodo transitorio con riguardo a tutti i prestiti concessi a terzi durante tale arco temporale da parte di un FIA la cui strategia di gestione posta in essere dal relativo GEFIA abbia come scopo, in tutto o in parte, quello di erogare prestiti al solo fine di una cessione a terzi ogniqualvolta vi sia motivo di ritenere che gli effetti

dell'operazione siano destinati a protrarsi dopo il 16 aprile 2026 e siano tali da pregiudicare gravemente l'attuazione della Direttiva.

A tale divieto non sono invece soggetti i FIA la cui gestione non sia ispirata, neppure parzialmente, alla strategia *originate-to-distribute*. Infine, il divieto non si applica comunque nel caso di cessioni a «terzi» che siano connessi al Fondo e ai relativi quotisti da stretti rapporti di controllo, nella accezione che tale locuzione assume nel quadro normativo della direttiva 2011/61/UE, così come modificata, o da particolari rapporti partecipativi, come precedentemente indicato.

Per quanto riguarda invece l'obbligo di *risk retention*, di cui al par. 4-*decies*, la sua applicazione nel corso del periodo transitorio dipende ancora, anzitutto, dalla qualificazione del cessionario come «terzo», nel senso che non sussisterebbe tale obbligo laddove si escludesse che la fattispecie in esame sia sussumibile nel par. 4-*nonies*, ovvero si tratti di FIA il cui scopo, anche solo parziale, sia effettivamente quello di erogare prestiti al solo fine di una successiva cessione a terzi, ma i cessionari non siano in concreto qualificabili come «terzi» ai sensi della Direttiva.

In ogni caso, laddove si tratti di un FIA che adotti nel periodo transitorio una strategia di *originate-to distribute*, ma la cessione a terzi dei crediti originati sia ammissibile in quanto non tale da pregiudicare gravemente l'attuazione della Direttiva, non vi è dubbio che il mantenimento in capo al FIA, su base volontaria e prudenziale, di parte dell'esposizione contribuirebbe a ridurre il rischio di compromettere il conseguimento degli scopi della Direttiva, trattandosi comunque di una operazione i cui effetti sono destinati a protrarsi dopo il recepimento della Direttiva stessa.

Infine, laddove si sia al di fuori dall'ambito di applicazione del par. 4-*nonies*, in quanto la cessione è operata effettivamente a favore di terzi in senso proprio, ma quest'ultima avvenga non su base strategica ma tattica, alla luce di opportunità di volta in volta offerte dal mercato, è oltremodo dubbio che in questo caso si debba tenere conto delle indicazioni contenute nella Direttiva fin dalla data della sua entrata in vigore.

L'ampio margine lasciato al GEFIA dal secondo comma del par. 4-*decies* induce infatti a ritenere che l'eventuale mancato rispetto del primo comma del par. 4-*decies* non possa comunque configurare una ipotesi di grave pregiudizio per l'applicazione della Direttiva. Depone nel senso di escludere l'obbligo di *retention* anche la difficoltà concreta della verifica nel corso del periodo transitorio delle condizioni per la sussistenza delle ipotesi di deroga, non essendo possibile il confronto con la competente Autorità di vigilanza altrimenti previsto dal par. 4-*decies*, terzo comma.

ABSTRACT: Il contributo esamina gli effetti che la Direttiva (UE) 2024/927, nota come AIFM2, potrebbe già produrre sull'attività dei fondi di investimento alternativi (FIA) che operano nel settore del *direct lending*, prima ancora del suo recepimento nell'ordinamento italiano. L'attenzione si concentra in particolare sul divieto di strategie *originate-to-distribute* e sulla nuova regola del mantenimento del rischio (*risk retention*). Dopo aver richiamato la giurisprudenza della Corte di giustizia e l'obbligo di *stand still*, viene analizzata la nozione autonoma di «terzo», fondamentale per valutare il rispetto delle finalità della Direttiva.

Stante l'incertezza sugli effetti che può produrre l'obbligo di presa in considerazione della direttiva nel periodo transitorio, occorre evitare il rischio di compromettere gravemente il risultato perseguito dalla direttiva stessa, pur continuando ad applicarsi la normativa vigente.

PAROLE CHIAVE: fondi di investimento alternativi; Direttiva AIFM2; *originate-to-distribute*; *risk retention*; periodo transitorio.

The AIFM2 Directive and its possible effects on credit funds before transposition into Italian law

ABSTRACT: The paper examines the potential effects that Directive (EU) 2024/927, known as AIFM2, may already have on the activities of alternative investment funds (AIFs) engaged in direct lending, even before its transposition into the Italian legal order. Particular attention is given to the prohibition of originate-to-distribute strategies and the newly introduced risk retention rule. After outlining the case law of the Court of Justice and the standstill obligation, the analysis focuses on the autonomous EU-law notion of «third party», which is key to assessing compliance with the Directive's objectives. Given the uncertainty about the effects that the obligation to take the Directive into consideration during the transitional period may have, the risk of seriously undermining the result pursued by the Directive itself, while continuing to apply the existing legislation, must be avoided.

KEYWORDS: alternative investment funds; AIFM2 Directive; originate-to-distribute; risk retention; transitional period.