

ATTUALITÀ

# Fondi semiliquidi e Regolamento ELTIF 2.0

27 gennaio 2025

**Angelo Messore**, Partner, LEXIA  
**Anna Chiara Chisari**, Academic Fellow, Università Bocconi



**Angelo Messore**, Partner, LEXIA

**Anna Chiara Chisari**, Academic Fellow,  
Università Bocconi

**> Angelo Messore**

Angelo Messore assiste regolarmente istituzioni finanziarie ed estere su questioni legate alla regolamentazione bancaria, finanziaria, assicurativa, dei servizi di investimento e di pagamento. Ha maturato una significativa esperienza nell'analisi e avvio di progetti in ambito Fintech. Presta stabilmente assistenza nell'ambito della costituzione e della commercializzazione di fondi di investimento alternativi.

**> Anna Chiara Chisari**

Anna Chiara Chisari è Professore a contratto presso l'Università Bocconi a supporto delle attività didattiche e di ricerca nel campo del diritto dei mercati finanziari (anche in ambito FinTech). Avvocato specializzato in diritto dei mercati finanziari con particolare attenzione ai prodotti strutturati (certificates, obbligazioni, derivati) e ai fondi (UCITS, AIF e ELTIF).

## 1. Introduzione

Il Regolamento (UE) n. 2023/606 (il "**Regolamento ELTIF 2.0**"), che modifica il Regolamento (UE) n. 2015/760 (il "**Regolamento ELTIF**"), ha introdotto delle importanti novità sotto il profilo della disciplina applicabile ai fondi europei di investimento a lungo termine ("**ELTIF**")<sup>1</sup>, rendendo più flessibili le regole in materia di commercializzazione agli investitori al dettaglio, ampliando l'universo dei beni in cui può essere investito il patrimonio del fondo e intervenendo, altresì, su alcuni aspetti ulteriori di particolare rilievo, tra cui le politiche in materia di rimborso delle quote o delle azioni detenute dagli investitori.

Le nuove regole in materia di rimborso hanno contribuito a rendere particolarmente interessante la costituzione di questi prodotti in ragione della possibilità di strutturare fondi caratterizzati da strategie di investimento illiquide che al contempo riconoscano agli investitori il diritto di ottenere il rimborso delle quote o delle azioni prima della scadenza del termine di durata del fondo, alle condizioni e secondo i termini stabiliti dal Regolamento (c.d. fondi semiliquidi).

## 2. Disposizioni in materia di rimborso delle quote o delle azioni: le norme originariamente previste dal Regolamento ELTIF

Le previsioni concernenti il diritto al rimborso degli investitori non costituiscono una novità del Regolamento ELTIF 2.0, essendo, infatti, già previste nell'ambito del Regolamento ELTIF<sup>2</sup>.

Come regola generale - rimasta immutata anche a seguito della revisione del Regolamento ELTIF - gli investitori in un ELTIF non hanno diritto a chiedere il rimborso delle quote o delle azioni se non una volta scaduto il ciclo di vita del fondo, che deve essere indicato all'interno dei relativi documenti costitutivi e può essere eventualmente prorogato.

Già nel Regolamento ELTIF si prevedeva, tuttavia, la possibilità per gli investitori, in deroga al regime

<sup>1</sup> Per una disamina dei principali contenuti del Regolamento ELTIF e del Regolamento ELTIF 2.0., si veda D.A. Zetzsche e C.D. Preiner, *ELTIFR versus AIFMD*, in D.A. Zetzsche, *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, 2020, Wolters Kluwer; C. Avolio, *Dalla genesi alla liquidazione degli ELTIF: un nuovo e "instabile" tassello nella composita disciplina della gestione collettiva del risparmio*. In *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, 451, 2023.

<sup>2</sup> Si veda l'articolo 18 del Regolamento ELTIF.

sopra menzionato, di chiedere il rimborso delle proprie quote o azioni prima della scadenza del ciclo di vita del fondo, nel rispetto di una serie di condizioni elencate all'interno del Regolamento stesso.

Una delle condizioni di maggior rilievo consisteva nella possibilità di presentare le domande di rimborso unicamente scaduto il termine, previsto dai documenti costitutivi del fondo, per l'applicazione dei limiti di investimento – vale a dire, in altri termini, una volta decorso il periodo di investimento del fondo.

Il legame con il periodo di investimento del fondo – la cui durata è di norma non compatibile con esigenze di liquidabilità di breve o medio periodo – ha reso di limitato interesse le previsioni concernenti il diritto al rimborso degli investitori o comunque non ha agevolato l'istituzione di prodotti semiliquidi.

Il Regolamento ELTIF attribuiva, inoltre, agli investitori il diritto di chiedere la liquidazione del fondo laddove il gestore non facesse fronte alle richieste di rimborso presentate entro il termine di un anno: una previsione in grado di incidere direttamente sulla sopravvivenza stessa del fondo, con possibili effetti pregiudizievoli per tutti gli investitori.

### **3. Le nuove norme del Regolamento ELTIF 2.0**

Il Regolamento ELTIF 2.0 ha eliminato i principali ostacoli alla piena implementazione delle norme in materia di diritti di rimborso.

Da un lato, è riconosciuta agli investitori la possibilità di esercitare il diritto in questione anche prima della scadenza del periodo di investimento, a condizione che sia decorso un periodo minimo di detenzione delle quote.

Dall'altro lato, il nuovo Regolamento espunge la previsione comportante l'eventuale liquidazione del fondo in caso di mancato soddisfacimento delle richieste di rimborso.

Nel Regolamento ELTIF 2.0, l'esercizio del diritto di rimborso rimane in ogni caso subordinato al fatto che, al momento dell'autorizzazione e durante tutto il ciclo di vita dell'ELTIF, il gestore dell'ELTIF sia in grado di dimostrare all'autorità competente dell'ELTIF che quest'ultimo dispone di strumenti di gestione della liquidità e di un'adeguata politica di rimborso compatibili con la strategia di investimento a lungo termine dell'ELTIF.

La politica di rimborso dell'ELTIF deve inoltre indicare chiaramente le procedure e le condizioni di rimborso, garantendo, altresì, che gli investitori siano trattati equamente.

Come già previsto nel Regolamento ELTIF, i rimborsi devono essere in ogni caso limitati ad una percentuale degli attivi del fondo rappresentata da attività *eligible* ai sensi della Direttiva UCITS – che, tuttavia, nel Regolamento ELTIF 2.0, possono arrivare a rappresentare un massimo del 45% del capitale dell'ELTIF (in sostituzione del più ridotto limite del 30%, previsto dal Regolamento ELTIF).

Laddove le domande di rimborso superino l'ammontare rappresentato da tale percentuale, il gestore è tenuto ad applicare un criterio di riparto di natura proporzionale<sup>3</sup>.

### **4. Gli RTS della Commissione: la percentuale delle attività liquide e la definizione del periodo minimo di detenzione**

Il 19 luglio 2024 è stato emanato il Regolamento Delegato (UE) 2024/2759 della Commissione contenente le norme tecniche di regolamentazione ("**RTS**") volte a definire, tra l'altro, alcuni aspetti chiave applicabili alla politica di rimborso adottata dal gestore dell'ELTIF. In primo luogo, gli RTS definiscono i criteri che devono essere seguiti dal gestore per determinare il periodo minimo di detenzione applicabile per l'esercizio del diritto di rimborso<sup>4</sup>. Tali criteri includono, tra l'altro, profili relativi a:

- a) la strategia e la politica di investimento dell'ELTIF (es. tipologie di attività in cui è investito il patrimonio del fondo e relativo profilo di liquidità, etc.);
- b) la composizione della base degli investitori;

<sup>3</sup> Sempre con l'obiettivo di incrementare la liquidabilità degli investimenti in ELTIF, il Regolamento ELTIF 2.0 ha introdotto, all'articolo 19, la possibilità di costituire un mercato secondario per la negoziazione delle quote o delle azioni dell'ELTIF detenute dagli investitori, attraverso un meccanismo di c.d. *matching* degli interessi di vendita e di acquisto, che può essere gestito direttamente dal gestore dell'ELTIF. Si tratta di una deroga importante rispetto alle regole che sarebbero ordinariamente applicabili alla negoziazione di strumenti finanziari nel quadro di cui alla MiFID II, che richiederebbero, in tali circostanze, l'ottenimento di un'autorizzazione a operare quale gestore di un MTF o di un mercato regolamentato.

<sup>4</sup> Artt. 3 e seguenti degli RTS.

- c) il profilo di liquidità e le politiche in materia di assunzione di prestiti o operazioni equivalenti;
- d) le procedure per la valutazione delle attività dell'ELTIF e il tempo richiesto per l'elaborazione di valutazioni affidabili;
- e) ulteriori aspetti di natura finanziaria, quali la composizione e la diversificazione del patrimonio dell'ELTIF, la durata media del ciclo di vita delle attività in portafoglio, etc.

Gli RTS prevedono altresì un obbligo di valutare se il periodo minimo di detenzione sia coerente e commisurato al tempo necessario per completare l'investimento del capitale versato dagli investitori: a tal fine, in particolare, il gestore è tenuto a valutare se il periodo minimo in questione copra almeno la fase iniziale di investimento dell'ELTIF, ovvero se duri fino al momento in cui il capitale complessivamente versato dagli investitori non sia integralmente investito, salvo che il gestore non fornisca adeguate giustificazioni al riguardo.

Quest'ultima previsione – introdotta negli RTS della Commissione e non presente nel Regolamento ELTIF 2.0 – determina comunque la necessità, per il gestore, di giustificare adeguatamente la scelta di concedere il diritto di rimborso prima che sia investito il capitale versato dagli investitori.

Come accennato in precedenza, ai sensi del Regolamento ELTIF 2.0, la politica di rimborso dell'ELTIF deve garantire che i rimborsi siano limitati a una percentuale delle attività *eligible* ai sensi della Direttiva UCITS, a cui possono essere aggiunti, come specificato dagli RTS, anche i flussi di cassa positivi attesi.

Gli RTS chiariscono che il gestore dell'ELTIF dovrebbe determinare tale percentuale tramite due modalità alternative: (i) frequenza di rimborso e durata massima del periodo di preavviso; oppure (ii) frequenza di rimborso e percentuale minima di attività liquide<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Nel primo caso, delineato dall'Allegato I degli RTS, il modello prevede delle finestre di rimborso (da settimanali ad annuali), in corrispondenza delle quali ad un periodo di preavviso ridotto corrisponderà una minore percentuale di liquidità rimborsabile. Nel secondo modello, previsto dall'Allegato II degli RTS, rileva, invece, la presenza di una percentuale minima di attività liquide che dovrà essere maggiore in caso di rimborsi più frequenti. Ad esempio, nel

Gli RTS specificano, infine, i requisiti applicabili alla politica di rimborso, prevedendo ad esempio che la stessa debba specificare le condizioni per l'esercizio del rimborso e le relative finestre temporali, in termini di frequenza e periodicità<sup>6</sup>.

### 5. Possibili strategie di investimento dei fondi semiliquidi

Alla luce del nuovo regime introdotto dal Regolamento ELTIF 2.0, è oggi possibile per i gestori costituire dei fondi ELTIF che perseguano delle strategie di investimento in attività illiquide – ad esempio, *private equity* o *private debt* – riconoscendo al contempo agli investitori la possibilità di liquidare gli investimenti prima della scadenza del termine di durata del fondo secondo la frequenza, le modalità ed entro i limiti definiti dalla politica di rimborso adottata dal gestore.

Tali strumenti potrebbero rendere maggiormente appetibili i prodotti in questione per gli investitori *retail*, semplificandone altresì il processo distributivo sotto il profilo della compatibilità con l'orizzonte temporale di investimento ai fini delle valutazioni di adeguatezza richieste dalla disciplina MiFID II.

È da evidenziare, peraltro, che, avendo il Regolamento ELTIF 2.0 esteso la possibilità di investire anche in attività reali, nei fatti, ai sensi della nuova normativa, sarebbe possibile costituire anche fondi *retail* semiliquidi di natura immobiliare.

### 6. Prospettive di riforma

Tornando a una prospettiva nazionale, dalla lettura del Regolamento ELTIF 2.0 emerge come la normativa italiana in materia di fondi chiusi e aperti di cui al DM 30/2015 risulti ormai superata, nelle sue

caso di fondo con finestre di rimborso trimestrali, gli RTS prevedono che un ELTIF che detenga una percentuale di attività liquide del 20% possa rimborsare il 50% della liquidità.

<sup>6</sup> Nella politica di rimborso, tra l'altro, deve essere indicato il termine entro cui i rimborsi devono essere liquidati, le procedure per presentare le richieste di rimborso e i ruoli e le responsabilità delle diverse parti coinvolte. La politica di rimborso deve inoltre descrivere gli strumenti adottati per la gestione della liquidità – descrizione che, in caso di ELTIF commercializzati agli investitori al dettaglio, deve essere predisposta in termini non tecnici. Il gestore può adottare altresì degli strumenti per la gestione della liquidità, quali in particolare l'imposizione di commissioni per il rimborso anticipato o l'applicazione di meccanismi di aggiustamento del NAV comunemente noti come *swing pricing* e *anti-dilution levies*.

rigidità, dalle novità introdotte dalla disciplina sugli ELTIF.

L'ordinamento attuale, infatti, non contempla fenomeni di "ibridazione", basandosi sulle due categorie legali dei "FIA aperti" e "FIA chiusi" e prevedendo dei vincoli decisamente più restrittivi rispetto a quelli contemplati dal Regolamento ELTIF 2.0, anche in relazione ai FIA riservati.

In particolare, per i FIA chiusi, il DM 30/2015 consente il rimborso anticipato su iniziativa dell'investitore soltanto a fronte di nuove emissioni di quote<sup>7</sup>. Tale limite appare significativamente più restrittivo rispetto alle nuove previsioni della normativa ELTIF e, più in generale, sembrerebbe basarsi sul presupposto che i fondi chiusi non possano disporre di liquidità sufficiente per effettuare rimborsi anticipati se non in occasione di nuove emissioni di quote.

Per i FIA "aperti", inoltre – siano essi riservati o meno – non è possibile prevedere una frequenza di rimborso che non sia almeno annuale, ad esempio vincolandola al decorso di un periodo minimo di detenzione. Ne consegue, pertanto, che se un fondo prevede una periodicità di rimborsi meno frequente, lo stesso dovrà necessariamente assumere la forma di un FIA di tipo chiuso, con la conseguente applicazione delle relative limitazioni.

Anche alla luce delle misure rafforzate in materia di gestione della liquidità che saranno introdotte nell'ambito dell'AIFMD2 e delle nuove previsioni del Regolamento ELTIF 2.0, è forse giunto il momento di introdurre, all'interno della disciplina nazionale, degli elementi di flessibilità che rendano maggiormente competitivi i FIA di diritto italiano rispetto ad analoghe strutture disponibili in altre giurisdizioni, eventualmente ripensando anche le regole in materia di composizione del portafoglio – tenendo conto del fatto che, nell'ordinamento italiano, la distinzione tra OICR aperti e OICR chiusi incide direttamente sui profili strutturali e sulla politica di investimento del fondo.

---

<sup>7</sup> Art. 11, co. 3, lett. b), DM 30/2015.

**DB** non solo  
diritto  
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

---

