

Bruxelles, 18 novembre 2025
(OR. en)

15550/25

EF 375
ECOFIN 1532
DELECT 174

NOTA DI TRASMISSIONE

Origine:	Segretaria generale della Commissione europea, firmato da Martine DEPRez, direttrice
Data:	17 novembre 2025
Destinatario:	Thérèse BLANCHET, segretaria generale del Consiglio dell'Unione europea

n. doc. Comm.:	C(2025) 7643 final
Oggetto:	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) .../... DELLA COMMISSIONE del 17.11.2025 che integra la direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano le caratteristiche degli strumenti di gestione della liquidità

Si trasmette in allegato, per le delegazioni, il documento C(2025) 7643 final.

All.: C(2025) 7643 final



COMMISSIONE
EUROPEA

Bruxelles, 17.11.2025
C(2025) 7643 final

REGOLAMENTO DELEGATO (UE) .../... DELLA COMMISSIONE

del 17.11.2025

**che integra la direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio
per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione
che specificano le caratteristiche degli strumenti di gestione della liquidità**

(Testo rilevante ai fini del SEE)

RELAZIONE

1. CONTESTO DELL'ATTO DELEGATO

La direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi (direttiva sui GEFIA) fornisce un quadro normativo armonizzato per l'autorizzazione, il funzionamento e la commercializzazione di fondi di investimento alternativi (FIA) nell'Unione europea. La direttiva (UE) 2024/927 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 marzo 2024, ha introdotto modifiche alla direttiva sui GEFIA volte ad aumentare la trasparenza sugli accordi di delega, ad armonizzare la disponibilità e l'utilizzo degli strumenti di gestione della liquidità e a migliorare il quadro per le segnalazioni a fini di vigilanza.

Gli strumenti di gestione della liquidità consentono ai gestori di FIA di tipo aperto di gestirne meglio la liquidità, di far fronte alle pressioni per i rimborsi in condizioni di stress del mercato e di tutelare gli interessi degli investitori. Il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), il Consiglio per la stabilità finanziaria (FSB) e l'Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari (IOSCO) hanno raccomandato l'armonizzazione delle norme sull'utilizzo degli strumenti di gestione della liquidità da parte dei fondi di tipo aperto.

La direttiva (UE) 2024/927 ha introdotto una serie armonizzata di norme sulla disponibilità e sull'utilizzo degli strumenti di gestione della liquidità da parte dei GEFIA, con l'obiettivo di aumentare la resilienza dei FIA che gestiscono alle situazioni di stress del mercato e alle pressioni per i rimborsi, nonché di ridurre al minimo le prassi nazionali divergenti relative all'utilizzo di tali strumenti. In tale contesto, nell'allegato V della direttiva 2011/61/UE è stato stilato un elenco armonizzato degli strumenti di gestione della liquidità; le nuove norme impongono ai GEFIA di selezionare da tale elenco, per ciascun FIA di tipo aperto che gestiscono, almeno due strumenti di gestione della liquidità adeguati ai fini del possibile utilizzo nell'interesse degli investitori. Le nuove norme saranno applicabili a decorrere dal 16 aprile 2026.

L'articolo 16, paragrafo 2 octies, della direttiva 2011/61/UE, modificata dalla direttiva (UE) 2024/927, ha incaricato l'ESMA di elaborare entro il 16 aprile 2025 progetti di norme tecniche di regolamentazione per specificare le caratteristiche degli strumenti di gestione della liquidità di cui all'allegato V della direttiva 2011/61/UE.

A norma dell'articolo 16, paragrafo 5, della direttiva 2011/61/UE, modificata dalla direttiva (UE) 2024/927, alla Commissione è conferito il potere di adottare tali norme tecniche di regolamentazione mediante un atto delegato. Il presente regolamento delegato adotta le norme tecniche di regolamentazione elaborate dall'ESMA e presentate alla Commissione conformemente all'articolo 10 del regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio¹. Il presente regolamento delegato integra la direttiva 2011/61/UE specificando le caratteristiche degli strumenti di gestione della liquidità indicati di seguito: sospensione delle sottoscrizioni, dei riacquisti e dei rimborsi, restrizioni al rimborso (gates), proroga dei termini di preavviso, commissioni di rimborso, oscillazione del prezzo (swing pricing), doppia tariffazione (dual pricing), prelievo antidiluizione, rimborsi in natura e conti side pocket.

Nell'elaborare tali progetti di norme tecniche di regolamentazione, l'ESMA ha tenuto conto della diversità delle strategie di investimento e delle attività sottostanti dei FIA. Il presente regolamento

¹ Regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione (GU L 331 del 15.12.2010, pag. 84).

non dovrebbe limitare la capacità dei GEFIA di utilizzare qualsiasi strumento di gestione della liquidità appropriato per tutte le categorie di attività, le giurisdizioni e le condizioni di mercato.

2. CONSULTAZIONI PRECEDENTI L'ADOZIONE DELL'ATTO

L'8 luglio 2024 l'ESMA ha pubblicato un documento di consultazione sul contenuto dei progetti di norme tecniche di regolamentazione relativi alle caratteristiche degli strumenti di gestione della liquidità, conformemente all'articolo 16, paragrafo 2 octies, della direttiva 2011/61/UE, modificata dalla direttiva (UE) 2024/927. La consultazione pubblica si è chiusa l'8 ottobre 2024. A seguito dei risultati della consultazione pubblica, l'ESMA ha apportato diverse modifiche ai progetti di norme tecniche di regolamentazione. In particolare, per tenere conto delle diverse prassi di mercato, l'ESMA ha introdotto una maggiore flessibilità sia nel modo in cui è espressa la soglia di attivazione delle restrizioni al rimborso per i FIA, sia nel modo in cui gli ordini di rimborso dovrebbero essere considerati ai fini del calcolo di tale soglia. Inoltre l'ESMA ha eliminato le disposizioni specifiche sull'applicazione degli strumenti di gestione della liquidità a determinate categorie di azioni per alcuni di tali strumenti e ha chiarito che il ricorso al meccanismo di rimborso in natura nell'ambito delle attività di negoziazione ordinarie dei fondi indicizzati quotati non dovrebbe intendersi come attivazione dello strumento di gestione della liquidità del rimborso in natura. L'ESMA ha ricevuto 33 risposte alla consultazione pubblica. Ha inoltre consultato il gruppo delle parti interessate nel settore degli strumenti finanziari e dei mercati, il quale ha tuttavia scelto di non esprimere un parere su tali progetti di norme tecniche di regolamentazione.

L'ESMA ha accompagnato i progetti di norme tecniche di regolamentazione con un'analisi costi-benefici e ha concluso che i costi complessivi di vigilanza e di conformità associati all'attuazione di tali norme sono giustificati e saranno ampiamente compensati dai benefici derivanti dall'introduzione di un quadro armonizzato a livello dell'Unione sugli strumenti di gestione della liquidità per tutte le autorità di vigilanza, i GEFIA, i FIA e gli investitori.

3. ELEMENTI GIURIDICI DELL'ATTO DELEGATO

Il 15 aprile 2025 l'ESMA ha pubblicato la sua relazione finale sui progetti di norme tecniche di regolamentazione relativi agli strumenti di gestione della liquidità e ha presentato tali progetti alla Commissione europea ai fini dell'adozione². La Commissione ha svolto un esame giuridico dei progetti di norme tecniche di regolamentazione presentati: non ha modificato alcun requisito sostanziale, ma ha adattato le disposizioni delle norme per garantire la legittimità e la qualità legislativa del presente regolamento nonché la coerenza delle norme in esso contenute con la direttiva 2011/61/UE.

L'**articolo 1** specifica le caratteristiche delle sospensioni delle sottoscrizioni, dei riacquisti e dei rimborsi e chiarisce l'obbligo di sospendere contemporaneamente le sottoscrizioni, i riacquisti e i rimborsi del FIA, nonché l'applicazione di questo strumento di gestione della liquidità a tutte le categorie di azioni del FIA.

L'**articolo 2** specifica le caratteristiche delle restrizioni al rimborso e delinea la metodologia per il calcolo della soglia di attivazione e per l'attivazione di questo strumento di gestione della liquidità. L'articolo chiarisce ulteriormente l'applicazione di tale strumento a tutti gli investitori del FIA.

L'**articolo 3** specifica le caratteristiche della proroga dei termini di preavviso e chiarisce le specificità di tale proroga in caso di attivazione di questo strumento di gestione della liquidità.

² [Final report on the draft Regulatory Technical Standards on Liquidity Management Tools under the AIFMD and UCITS Directive.](#)

L'**articolo 4** specifica le caratteristiche delle commissioni di rimborso e chiarisce gli elementi che dovrebbero essere presi in considerazione ai fini del calcolo dell'intervallo di tali commissioni, nonché la metodologia per determinarne il livello.

L'**articolo 5** specifica le caratteristiche del meccanismo di oscillazione del prezzo e delinea la metodologia per il calcolo del fattore di oscillazione e il suo effetto sul valore patrimoniale netto delle quote o azioni del FIA.

L'**articolo 6** specifica le caratteristiche della doppia tariffazione e delinea la metodologia per il calcolo di questo strumento di gestione della liquidità e gli elementi di cui si dovrebbe tenere conto ai fini della sua attivazione.

L'**articolo 7** specifica le caratteristiche del prelievo antidiluzione e delinea la metodologia per il calcolo di tale prelievo, nonché i meccanismi di attivazione di questo strumento di gestione della liquidità.

L'**articolo 8** specifica le caratteristiche dei rimborsi in natura e illustra i meccanismi di attivazione di questo strumento. Chiarisce inoltre che il meccanismo di rimborso in natura utilizzato dai FIA indicizzati quotati nell'ambito delle loro attività di negoziazione ordinarie non si intende come attivazione di questo strumento di gestione della liquidità.

L'**articolo 9** specifica le caratteristiche dei conti side pocket e ne delinea i diversi tipi, nonché i meccanismi per la loro attivazione.

L'**articolo 10** stabilisce un periodo transitorio di applicazione del presente regolamento per i FIA costituiti prima del 16 aprile 2026.

REGOLAMENTO DELEGATO (UE) .../... DELLA COMMISSIONE

del 17.11.2025

che integra la direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano le caratteristiche degli strumenti di gestione della liquidità

(Testo rilevante ai fini del SEE)

LA COMMISSIONE EUROPEA,

visto il trattato sul funzionamento dell'Unione europea,

vista la 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. 1095/2010³, in particolare l'articolo 16, paragrafo 2 decies, secondo comma,

considerando quanto segue:

- (1) Per tutelare gli investitori e contenere gli effetti di ricaduta, è opportuno che una sospensione si applichi contemporaneamente alle sottoscrizioni, ai riacquisti e ai rimborsi e che sia efficace per lo stesso periodo.
- (2) Per tutelare gli investitori esistenti e gestire il flusso di nuovi investimenti in un FIA, il GEFIA dovrebbe poter limitare le sottoscrizioni, pur continuando a consentire i riacquisti e i rimborsi da parte di detti investitori ("soft closure"). Tuttavia tale "soft closure" del FIA non dovrebbe essere considerata uno strumento di gestione della liquidità di cui all'allegato V della direttiva 2011/61/UE, in quanto non persegue lo scopo di gestire i rischi di liquidità né quello di far fronte alle pressioni per i rimborsi in condizioni di stress del mercato.
- (3) Tenuto conto degli obiettivi di investimento e delle politiche di rimborso di un FIA, la soglia di attivazione della restrizione al rimborso dovrebbe essere determinata a livello del FIA ("restrizione a livello di fondo") o a livello degli investitori ("restrizione a livello di investitore") o come combinazione di entrambi. In linea con gli orientamenti dell'Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari per la gestione del rischio di liquidità dei fondi di tipo aperto⁴, la determinazione della soglia di attivazione di una restrizione a livello di fondo dovrebbe tener conto del totale aggregato degli ordini di rimborso netti o lordi a livello del FIA per una determinata data di negoziazione o nel corso di un determinato periodo. Inoltre la soglia di attivazione dovrebbe essere espressa come percentuale del valore patrimoniale netto del FIA, come valore monetario, come percentuale delle attività liquide di cui all'articolo 50, paragrafo 1, della direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio⁵, o come combinazione di tali criteri. Per attenuare il

³ GU L 174 dell'1.7.2011, pag. 1, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>.

⁴ IOSCO, *Guidance for Open-ended Funds for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management*, maggio 2025, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD799.pdf>.

⁵ Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi

"vantaggio della prima mossa", che può sollevare preoccupazioni per la tutela degli investitori, e per tenere conto dei FIA di tipo aperto con un numero limitato di investitori professionali, la soglia di attivazione di una restrizione a livello di investitore dovrebbe tenere conto dei singoli ordini di rimborso di ciascun investitore nel FIA e dovrebbe essere espressa come percentuale delle partecipazioni di un investitore nel FIA o come percentuale del valore patrimoniale netto del FIA, rispetto alla quale confrontare l'ordine di rimborso di tale investitore. In caso di superamento della soglia di attivazione, il GEFIA dovrebbe poter decidere se attivare le restrizioni al rimborso o eseguire comunque gli ordini di rimborso, tenendo conto della liquidità del FIA, delle condizioni di mercato e del migliore interesse degli investitori.

- (4) Ove opportuno rispetto agli obiettivi di investimento e alla politica di rimborso del FIA, il GEFIA dovrebbe poter attivare una restrizione al rimborso combinata che includa elementi sia di una restrizione a livello di investitore sia di una restrizione a livello di fondo.
- (5) Per garantire l'equità di trattamento degli investitori, il GEFIA che attiva le restrizioni al rimborso dovrebbe poter trattare la parte non eseguita degli ordini di rimborso sulla base di condizioni prestabilite che sono state comunicate agli investitori. Tali condizioni possono includere il trasferimento automatico della parte non eseguita degli ordini di rimborso alla data di negoziazione successiva, con o senza priorità rispetto agli ordini di rimborso presentati in una data di negoziazione posteriore, o la cancellazione di tali ordini di rimborso non eseguiti.
- (6) Per tutelare gli investitori e preservare la stabilità del mercato durante i periodi di stress o di attività di rimborso anomala, il GEFIA può attivare la proroga dei termini di preavviso. A seconda dell'obiettivo di investimento e della politica di rimborso del FIA, la proroga del termine di preavviso può corrispondere a un numero specifico di giorni, settimane o mesi o a una data fissa antecedente alla data di rimborso. Ove opportuno rispetto alla strategia di investimento e alla politica di rimborso del FIA, il periodo minimo di preavviso che gli investitori dovrebbero dare al GEFIA al momento della richiesta di rimborso delle loro quote o azioni può essere pari a zero. In tal caso il GEFIA dovrebbe comunque poter selezionare e se del caso attivare la proroga dei termini di preavviso estendendone il periodo oltre lo zero.
- (7) Dal momento che di norma il processo di regolamento non è controllato dal GEFIA, tale processo non dovrebbe essere incluso nella proroga del termine di preavviso.
- (8) Per tutelare gli investitori, la proroga dei termini di preavviso non dovrebbe influire in alcun modo sulla frequenza di rimborso del FIA.
- (9) In linea con gli orientamenti dell'Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari per la gestione del rischio di liquidità dei fondi di tipo aperto e al fine di garantire che gli investitori esistenti o rimanenti in un FIA non siano penalizzati dai costi di liquidità derivanti dalle sottoscrizioni e dai rimborsi, gli strumenti di gestione della liquidità antidiluizione, ossia le commissioni di rimborso, il meccanismo di oscillazione del prezzo (swing pricing), il meccanismo della doppia tariffazione (dual pricing) e i prelievi antidiluizione, dovrebbero far gravare sugli investitori che sottoscrivono e riscattano il costo stimato della liquidità. I costi di liquidità comprendono i costi dell'operazione espliciti e impliciti di sottoscrizioni o rimborsi, inclusi eventuali impatti significativi sul mercato. Il GEFIA che attiva uno strumento di gestione della liquidità antidiluizione dovrebbe tener

d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) (GU L 302 del 17.11.2009, pag. 32, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj>).

conto della stima dei costi dell'operazione espliciti. Ove appropriato rispetto alla strategia di investimento del FIA, il GEFIA dovrebbe considerare anche i costi dell'operazione impliciti, inclusi eventuali impatti significativi sul mercato derivanti dagli acquisti o dalle vendite di attività per soddisfare gli ordini di rimborso. Per tenere conto della diversità delle attività sottostanti dei FIA, qualora le informazioni per il calcolo dei costi dell'operazione impliciti, compreso l'impatto significativo sul mercato, non siano disponibili o affidabili, tali costi dovrebbero essere stimati con la massima diligenza possibile.

- (10) Per coprire il costo della liquidità generato dagli investitori che riscattano, le commissioni di rimborso dovrebbero essere pagate al FIA dai detentori di quote o dagli azionisti quando chiedono il rimborso delle loro quote o azioni. Laddove siano applicate commissioni di rimborso, il GEFIA dovrebbe poter detrarre tali commissioni dall'importo corrisposto agli investitori che riscattano.
- (11) In quanto elemento caratterizzante del meccanismo di oscillazione del prezzo, il GEFIA dovrebbe determinare un fattore di oscillazione da utilizzare per rettificare il valore patrimoniale netto delle quote o azioni del FIA che gestisce. Per garantire che tutti gli investitori che sottoscrivono e riscattano paghino o ricevano lo stesso prezzo al momento dell'acquisto o del riscatto di quote o azioni di un FIA, il valore patrimoniale netto pubblicato delle quote o azioni di tale FIA dovrebbe corrispondere al valore patrimoniale netto risultante dall'applicazione del fattore di oscillazione.
- (12) Per garantire l'equità di trattamento degli investitori e attenuare gli effetti di diluizione causati dai costi dell'operazione derivanti dalle sottoscrizioni o dai riscatti effettuati dagli investitori, il GEFIA che ricorre al meccanismo di oscillazione del prezzo dovrebbe avere il diritto di rettificare il valore patrimoniale netto delle quote o azioni del FIA che gestisce in ciascuna data di negoziazione (comunemente denominata "oscillazione piena") oppure solo quando le sottoscrizioni o i rimborsi netti superano una soglia predeterminata (comunemente denominata "oscillazione parziale"). In entrambi i tipi di oscillazione del prezzo, la direzione dell'oscillazione (ossia se il fattore di oscillazione è aggiunto o detratto rispetto al valore patrimoniale netto delle quote o azioni del FIA) è determinata dall'attività netta del capitale alla data di negoziazione. Pertanto, per una determinata data di negoziazione con sottoscrizioni nette, il fattore di oscillazione dovrebbe essere aggiunto al valore patrimoniale netto delle quote o azioni del FIA, il quale sarà rettificato al rialzo. Nello scenario opposto, per una determinata data di negoziazione con rimborsi netti, il fattore di oscillazione dovrebbe essere detratto dal valore patrimoniale netto delle quote o azioni del FIA, il quale sarà rettificato al ribasso. Per garantire l'equità di trattamento degli investitori e agevolare il ricorso al meccanismo di oscillazione del prezzo sia in condizioni normali sia in condizioni di stress del mercato, nell'ambito di entrambi i tipi di oscillazioni è opportuno che il GEFIA possa decidere di adottare un unico fattore di oscillazione o applicare fattori di oscillazione in funzione dell'entità dell'attività netta del capitale (comunemente denominato "approccio a più livelli") o utilizzare altre soluzioni, compresi gli approcci misti.
- (13) Tra le caratteristiche della doppia tariffazione dovrebbe figurare la sua metodologia di calcolo. Per tenere conto della diversità delle strategie di investimento e delle politiche di rimborso e in linea con le raccomandazioni internazionali, il GEFIA dovrebbe prendere in considerazione due metodologie di calcolo alternative per la doppia tariffazione, calcolando due valori patrimoniali netti distinti che integrano rispettivamente i prezzi denaro e lettera delle attività o fissando uno spread regolabile attorno al valore patrimoniale netto delle sue quote o azioni.
- (14) Per tutelare gli investitori che rimangono nel FIA dall'effetto di diluizione di sottoscrizioni o rimborsi potenzialmente ingenti, il GEFIA che attiva il prelievo antidiluizione dovrebbe

applicare tale prelievo agli investitori che riscattano in caso di rimborsi netti e agli investitori che sottoscrivono in caso di sottoscrizioni nette.

- (15) Il GEFIA dovrebbe poter attivare i rimborsi in natura al fine di evitare la vendita di consistenti blocchi di titoli in risposta agli ordini di rimborso, qualora tale vendita possa comportare, per gli azionisti o i detentori di quote del FIA che gestisce, costi dell'operazione importanti e impatti significativi sui prezzi di mercato.
- (16) I partecipanti autorizzati e i market maker, quali definiti all'articolo 4, paragrafo 1, punto 7), della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio⁶, svolgono funzioni essenziali per le operazioni quotidiane dei FIA indicizzati quotati. Il ruolo dei partecipanti autorizzati e dei market maker consiste nell'acquisire o vendere quote o azioni di un FIA indicizzato quotato sul mercato secondario, nell'assistere il GEFIA del FIA indicizzato quotato nell'esecuzione degli ordini e nel garantire la continuità della liquidità e delle negoziazioni sul mercato secondario. Nell'ambito dell'attività ordinaria di negoziazione di un FIA indicizzato quotato, la consegna totale o parziale dei titoli sottostanti detenuti da tale FIA, o per suo conto, a partecipanti autorizzati e market maker, al fine di soddisfare gli ordini di rimborso, non dovrebbe essere considerata un'attivazione dello strumento di gestione della liquidità del rimborso in natura di cui all'allegato V, punto 8, della direttiva 2011/61/UE, in quanto questa operazione non riguarda la gestione della liquidità del portafoglio di detto FIA indicizzato quotato.
- (17) Per attenuare i rischi di liquidità connessi alle attività del FIA le cui caratteristiche economiche o giuridiche sono cambiate in modo significativo o sono diventate incerte a causa di circostanze eccezionali, il GEFIA dovrebbe poter attivare conti side pocket mediante separazione contabile o separazione fisica.
- (18) Qualora sia nel migliore interesse del FIA e dei suoi investitori mantenere il conto side pocket all'interno della struttura del fondo esistente, il GEFIA dovrebbe poterlo creare mediante separazione contabile. In tal caso le attività le cui caratteristiche economiche o giuridiche sono cambiate in modo significativo o sono diventate incerte a causa di circostanze eccezionali dovrebbero essere assegnate a una categoria dedicata di azioni del FIA.
- (19) Qualora sia nel migliore interesse del FIA isolare fisicamente le attività le cui caratteristiche economiche o giuridiche sono cambiate in modo significativo o sono diventate incerte a causa di circostanze eccezionali, il GEFIA dovrebbe poter creare un conto side pocket mediante separazione fisica. In tal caso le attività interessate dovrebbero rimanere nel FIA originario o essere trasferite a un nuovo FIA.
- (20) Per tutelare gli investitori e attenuare il rischio di contagio al resto del FIA, è opportuno che i conti side pocket siano chiusi alle sottoscrizioni, ai riacquisti e ai rimborsi. Tuttavia, nell'interesse degli investitori, il GEFIA, indipendentemente dal fatto che il conto side pocket sia creato mediante separazione contabile o separazione fisica, dovrebbe poter cedere o liquidare il conto side pocket per conto del FIA che gestisce e distribuire agli investitori eventuali proventi in proporzione alla loro partecipazione al conto side pocket.
- (21) Al fine di garantire la certezza del diritto e la coerenza con la direttiva 2011/61/UE, è opportuno che, per i FIA costituiti dopo la data di applicazione del presente regolamento, quest'ultimo si applichi a decorrere dal 16 aprile 2026. Il rispetto del presente regolamento

⁶ Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (rifusione) (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 349, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>).

richiederebbe modifiche della documentazione relativa al fondo e un aggiornamento dei processi e dell'infrastruttura tecnica esistenti dei GEFIA e dei FIA per sostenere l'attivazione degli strumenti di gestione della liquidità selezionati. È pertanto necessario prevedere un periodo transitorio di un anno per i FIA costituiti prima della data di applicazione del presente regolamento, al fine di consentire loro di adeguarsi al nuovo regime. Tuttavia tali FIA dovrebbero comunque avere la possibilità di scegliere di essere soggetti al presente regolamento a decorrere dalla sua data di applicazione, ossia il 16 aprile 2026.

- (22) Il presente regolamento si basa sui progetti di norme tecniche di regolamentazione che l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati ha presentato alla Commissione.
- (23) L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati ha condotto una consultazione pubblica sui progetti di norme tecniche di regolamentazione sui quali è basato il presente regolamento, ne ha analizzato i costi e benefici potenziali e ha chiesto la consulenza del gruppo delle parti interessate nel settore degli strumenti finanziari e dei mercati istituito a norma dell'articolo 37 del regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio⁷,

HA ADOTTATO IL PRESENTE REGOLAMENTO:

Articolo 1

Sospensione delle sottoscrizioni, dei riacquisti e dei rimborsi

1. Il GEFIA sospende contemporaneamente le sottoscrizioni, i riacquisti e i rimborsi e tale sospensione si applica per lo stesso periodo e a tutti gli investitori del FIA.
Il GEFIA non sospende i rimborsi senza sospendere contemporaneamente le sottoscrizioni e i riacquisti.
2. La sospensione delle sottoscrizioni, dei riacquisti e dei rimborsi è temporanea, strettamente limitata al periodo necessario a far fronte alle circostanze eccezionali che la giustificano e può essere attuata solo se debitamente giustificata, tenendo conto del miglior interesse degli investitori.
3. Per un FIA con più categorie di azioni, la sospensione delle sottoscrizioni, dei riacquisti e dei rimborsi si applica a tutte le categorie di azioni di tale FIA.

Articolo 2

Restrizioni al rimborso (gates)

1. Il GEFIA che decide di attivare le restrizioni al rimborso le applica in modo uniforme a tutti gli investitori del FIA.
2. Le restrizioni al rimborso prevedono una soglia di attivazione al di sotto della quale non possono essere attivate.

La soglia di attivazione è fissata a uno dei livelli seguenti:

- (a) a livello del FIA ("restrizione a livello di fondo");
- (b) a livello degli investitori ("restrizione a livello di investitore");

⁷ Regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione (GU L 331 del 15.12.2010, pag. 84, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2010/1095/oj>).

- (c) una combinazione di entrambi.
3. Qualora sia fissata conformemente al paragrafo 2, secondo comma, lettera a), la soglia di attivazione si basa sul totale degli ordini di rimborso netti o lordi del FIA ricevuti per una determinata data di negoziazione o nel corso di un determinato periodo ed è espressa nel modo seguente:
- (a) come proporzione del valore patrimoniale netto del FIA;
 - (b) come valore monetario;
 - (c) come percentuale delle attività liquide di cui all'articolo 50, paragrafo 1, della direttiva 2009/65/CE;
 - (d) come combinazione delle lettere a), b) o c).
4. Qualora sia fissata a livello di investitore, conformemente al paragrafo 2, secondo comma, lettera b), la soglia di attivazione si basa sui singoli ordini di rimborso lordi presentati da ciascun detentore di quote o azionista per una determinata data di negoziazione o nel corso di un determinato periodo ed è espressa nel modo seguente:
- (a) come percentuale delle partecipazioni dei detentori di quote o degli azionisti nel FIA;
 - (b) come proporzione del valore patrimoniale netto del FIA.
5. Il GEFIA che decide di attivare una restrizione al rimborso esegue su base proporzionale gli ordini di rimborso di tutti gli investitori del FIA relativi a una determinata data di negoziazione per un importo corrispondente almeno al livello della soglia di attivazione.

Articolo 3

Proroga dei termini di preavviso

1. La proroga del termine di preavviso copre il periodo che intercorre tra il ricevimento, da parte del GEFIA, dell'ordine di rimborso e la sua esecuzione.
- La proroga del termine di preavviso non comprende il tempo necessario per il processo di regolamento.
2. La proroga del termine di preavviso non influisce in alcun modo sulla frequenza di rimborso del FIA.

Articolo 4

Commissioni di rimborso

1. L'intervallo predeterminato delle commissioni di rimborso tiene conto della stima dei costi dell'operazione espliciti. Ove appropriato rispetto alla strategia di investimento del FIA, l'intervallo predeterminato delle commissioni di rimborso considera anche i costi dell'operazione impliciti, inclusi eventuali impatti significativi sul mercato derivanti dalle vendite di attività per far fronte a tali rimborsi. Detti costi dell'operazione impliciti sono stimati con la massima diligenza possibile.
2. Le commissioni di rimborso sono espresse come percentuale degli ordini di rimborso lordi, come valore monetario o come una combinazione di entrambi. Il livello delle commissioni di rimborso può variare in funzione dell'entità dell'ordine di rimborso.
3. Ai fini del paragrafo 1 del presente articolo nonché degli articoli 5, 6 e 7, per costi dell'operazione espliciti si intendono i costi direttamente sostenuti dal FIA per l'acquisizione o la cessione di attività, il cui importo è stabile e quantificabile prima

dell'operazione. Tali costi possono comprendere le commissioni di intermediazione, gli oneri sulle negoziazioni, le imposte e le commissioni di regolamento.

Per costi dell'operazione impliciti si intendono i costi sostenuti indirettamente dal FIA al momento dell'acquisizione o della cessione delle attività, che derivano principalmente dallo spread denaro-lettera e dall'impatto sul mercato. Tali costi dell'operazione impliciti possono variare a seconda del tipo di attività sottostanti e delle condizioni di mercato.

Articolo 5

Oscillazione del prezzo (swing pricing)

1. Il fattore di oscillazione comprende la stima dei costi dell'operazione espliciti di cui all'articolo 4, paragrafo 3, primo comma. Ove appropriato rispetto alla strategia di investimento del FIA, nel fattore di oscillazione rientrano anche i costi dell'operazione impliciti di cui all'articolo 4, paragrafo 3, secondo comma, inclusi eventuali impatti significativi sul mercato derivanti dagli acquisti o dalle vendite di attività per far fronte a sottoscrizioni o rimborsi. Detti costi dell'operazione impliciti sono stimati con la massima diligenza possibile.
2. Il fattore di oscillazione è espresso come percentuale del valore patrimoniale netto delle quote o azioni del FIA.
3. Il GEFIA può applicare il meccanismo di oscillazione del prezzo qualora vi sia una differenza tra gli ordini di rimborso e gli ordini di sottoscrizione ("oscillazione piena") o qualora la differenza superi una soglia di attivazione predefinita ("oscillazione parziale"). In entrambi i casi:
 - (a) se, per una determinata data di negoziazione, si registra una differenza tra gli ordini di rimborso e gli ordini di sottoscrizione che comporta rimborsi netti, il fattore di oscillazione è detratto dal valore patrimoniale netto delle quote o azioni del FIA;
 - (b) se, per una determinata data di negoziazione, si registra una differenza tra gli ordini di rimborso e gli ordini di sottoscrizione che comporta sottoscrizioni nette, il fattore di oscillazione è aggiunto al valore patrimoniale netto delle quote o azioni del FIA.
4. Il meccanismo di oscillazione del prezzo può comprendere fattori di oscillazione diversi corrispondenti a soglie di attivazione diverse.

Articolo 6

Doppia tariffazione (dual pricing)

1. Il GEFIA che attiva la doppia tariffazione utilizza a tal fine uno dei metodi di calcolo seguenti:
 - (a) calcolo di due valori patrimoniali netti:
 - i) un valore patrimoniale netto per le sottoscrizioni, determinato sulla base dei prezzi lettera delle attività detenute dal FIA;
 - ii) un valore patrimoniale netto per i rimborsi, calcolato sulla base dei prezzi denaro delle attività detenute dal FIA;
 - (b) calcolo di un unico valore patrimoniale netto per gli investitori che sottoscrivono e riscattano.
2. Per entrambi i metodi di calcolo di cui al paragrafo 1, i costi di liquidità per i quali è rettificato il valore patrimoniale netto per quota o azione comprendono la stima dei costi

dell'operazione espliciti di cui all'articolo 4, paragrafo 3, primo comma. Ove appropriato rispetto alla strategia di investimento del FIA, in questi costi di liquidità figurano anche i costi dell'operazione impliciti di cui all'articolo 4, paragrafo 3, secondo comma, inclusi eventuali impatti significativi sul mercato derivanti dagli acquisti o dalle vendite di attività per far fronte a sottoscrizioni o rimborsi. Detti costi dell'operazione impliciti sono stimati con la massima diligenza possibile.

Articolo 7

Prelievo antidiluzione

1. I prelievi antidiluzione comprendono la stima dei costi dell'operazione espliciti di cui all'articolo 4, paragrafo 3, primo comma. Ove appropriato rispetto alla strategia di investimento del FIA, nei prelievi antidiluzione rientrano anche i costi dell'operazione impliciti di cui all'articolo 4, paragrafo 3, secondo comma, inclusi eventuali impatti significativi sul mercato derivanti dagli acquisti o dalle vendite di attività per far fronte a sottoscrizioni o rimborsi. Detti costi dell'operazione impliciti sono stimati con la massima diligenza possibile.
2. I prelievi antidiluzione sono espressi in uno dei modi seguenti:
 - (a) come percentuale degli ordini di sottoscrizione o di rimborso;
 - (b) come valore monetario.
3. Il GEFIA può attivare prelievi antidiluzione qualora, in una determinata data di negoziazione:
 - (a) l'importo aggregato degli ordini di rimborso superi quello degli ordini di sottoscrizione, dando luogo a rimborsi netti;
 - (b) l'importo aggregato degli ordini di sottoscrizione superi quello degli ordini di rimborso, dando luogo a sottoscrizioni nette.

Ai fini della lettera a), il prelievo antidiluzione è detratto dall'importo corrisposto agli investitori che riscattano.

Ai fini della lettera b), il prelievo antidiluzione è addebitato agli investitori che sottoscrivono.

Articolo 8

Rimborsi in natura

1. Il rimborso in natura consiste nel trasferimento agli investitori di attività detenute dal FIA, anziché di contanti, per far fronte ai loro ordini di rimborso. Il trasferimento di attività agli investitori può essere diretto o indiretto tramite intermediari.
2. Nell'ambito delle attività ordinarie di negoziazione di un FIA indicizzato quotato, la consegna totale o parziale dei titoli sottostanti detenuti dal FIA indicizzato quotato, o per suo conto, a un partecipante autorizzato o a un market maker per far fronte agli ordini di rimborso non è considerata un'attivazione del rimborso in natura di cui all'allegato V, punto 8, della direttiva 2011/61/UE.

Articolo 9

Conti side pocket

1. Il conto side pocket può assumere una delle forme seguenti:

- (a) una categoria specifica di azioni del FIA creata appositamente per realizzare la separazione contabile delle attività le cui caratteristiche economiche o giuridiche sono cambiate in modo significativo o sono diventate incerte a causa di circostanze eccezionali dalle altre attività del FIA ("separazione contabile");
 - (b) un FIA separato creato appositamente per separare le attività le cui caratteristiche economiche o giuridiche sono cambiate in modo significativo o sono diventate incerte a causa di circostanze eccezionali dalle altre attività di tale FIA ("separazione fisica").
2. Ai fini del conto side pocket di cui al paragrafo 1, lettera a), le nuove sottoscrizioni, i nuovi riacquisti e i nuovi rimborsi in categorie di azioni diverse da quella dedicata al conto side pocket sono eseguiti sulla base del valore patrimoniale netto del FIA, che è calcolato escludendo le attività soggette alla separazione contabile.
- La categoria di azioni dedicata al conto side pocket è chiusa alle sottoscrizioni, ai riacquisti e ai rimborsi.
3. Qualora il GEFIA attivi un conto side pocket ai sensi del paragrafo 1, lettera b), le attività le cui caratteristiche economiche o giuridiche sono cambiate in modo significativo o sono diventate incerte a causa di circostanze eccezionali:
- (a) rimangono nel FIA originario, mentre le altre attività sono trasferite a un nuovo FIA o, tramite fusione, a un FIA esistente; oppure
 - (b) sono trasferite al nuovo FIA, mentre le altre attività restano nel FIA originario.
- Il conto side pocket è chiuso alle sottoscrizioni, ai riacquisti e ai rimborsi.
- Qualora il GEFIA attivi un conto side pocket ai sensi del primo comma, lettera a), esso gestisce il nuovo FIA conformemente alla strategia di investimento del FIA originario.
- Qualora il GEFIA attivi un conto side pocket ai sensi del primo comma, lettera b), esso continua a gestire il FIA originario conformemente alla sua strategia di investimento esistente.
4. Al momento della creazione di un conto side pocket, a ciascun investitore sono assegnate quote o azioni del conto side pocket in proporzione alla rispettiva partecipazione nel FIA originario.

Articolo 10

Disposizione transitoria

Fino al 16 aprile 2027 i FIA costituiti anteriormente al 16 aprile 2026 sono considerati conformi al presente regolamento. Tali FIA possono tuttavia scegliere di essere soggetti al presente regolamento a decorrere dal 16 aprile 2026, a condizione che il GEFIA ne dia notifica alle autorità competenti del proprio Stato membro di origine.

Articolo 11

Entrata in vigore e applicazione

Il presente regolamento entra in vigore il ventesimo giorno successivo alla pubblicazione nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*.

Esso si applica a decorrere dal 16 aprile 2026.

Il presente regolamento è obbligatorio in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile in ciascuno degli Stati membri.

Fatto a Bruxelles, il 17.11.2025

Per la Commissione
La presidente
Ursula VON DER LEYEN