

I

(Risoluzioni, raccomandazioni e pareri)

RACCOMANDAZIONI

COMITATO EUROPEO PER IL RISCHIO SISTEMICO

RACCOMANDAZIONE DEL COMITATO EUROPEO PER IL RISCHIO SISTEMICO

del 7 dicembre 2017

relativa al rischio di liquidità e di leva finanziaria nei fondi di investimento

(CERS/2017/6)

(2018/C 151/01)

IL CONSIGLIO GENERALE DEL COMITATO EUROPEO PER IL RISCHIO SISTEMICO,

visto il trattato sul funzionamento dell'Unione europea,

visto il regolamento (UE) n. 1092/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nell'Unione europea e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico ⁽¹⁾ e in particolare l'articolo 3, paragrafo 2, lettere b), d) ed f) e gli articoli 16 e 18,

vista la decisione CERS/2011/1 del Comitato europeo per il rischio sistemico, del 20 gennaio 2011, che adotta il regolamento interno del Comitato europeo per il rischio sistemico ⁽²⁾, e in particolare gli articoli 18 e 20,

considerando quanto segue:

- (1) Il settore dei fondi di investimento è cresciuto notevolmente nello scorso decennio, sia nell'Unione che nel mondo, e di conseguenza i fondi di investimento rappresentano complessivamente una componente maggiore dei mercati finanziari. Si attende un ulteriore incremento del ruolo dei fondi di investimento nell'intermediazione finanziaria in un contesto di bassi tassi di interesse e vincoli di bilancio nel settore bancario, combinato con le modifiche derivanti dall'evoluzione dell'Unione dei mercati dei capitali. Le autorità di regolamentazione hanno accolto con favore tale sviluppo in quanto la diversificazione delle fonti di finanziamento può contribuire all'incremento dell'efficienza e della resilienza del sistema finanziario nel suo complesso.
- (2) Tuttavia, sussistono preoccupazioni riguardo al fatto che una maggiore intermediazione finanziaria da parte dei fondi di investimento possa comportare l'amplificazione di una futura crisi finanziaria. I disallineamenti tra la liquidità delle attività dei fondi di investimento aperti e i loro profili di rimborso possono comportare vendite forzate al fine di soddisfare le richieste di rimborso in periodi di stress di mercato. Tali vendite forzate potrebbero incidere negativamente sugli altri partecipanti ai mercati finanziari che detengono attività identiche o strettamente correlate. Inoltre, la leva finanziaria può amplificare l'impatto di movimenti negativi del mercato in quanto crea un'esposizione superiore agli attivi di un fondo di investimento. Oltre a tali vie di contagio indirette, un fondo di investimento può diffondere il rischio attraverso l'interconnessione, ad esempio le interconnessioni con i suoi investitori, che rappresenta un canale diretto attraverso il quale gli shock possono essere trasmessi ad altri istituti finanziari.
- (3) I fondi di investimento sono anche soggetti ai cambiamenti nella struttura e nelle dinamiche di mercato. Ad esempio, in un contesto di tassi di interesse bassi, la ricerca di rendimenti più elevati può incoraggiare il dirottamento di una maggior quota di investimenti verso attività meno liquide. Sussiste un rischio che gli shock di macrolivello, come un'inversione dei premi al rischio, possa portare a diffuse richieste di rimborso da parte degli investitori in fondi di investimento. Ciò potrebbe risultare particolarmente vero per i fondi di investimento che detengono una larga porzione di attività con elevata leva e attività meno liquide nei loro portafogli o fondi di investimento.

⁽¹⁾ GU L 331 del 15.12.2010, pag. 1.

⁽²⁾ GU C 58 del 24.2.2011, pag. 4.

- (4) In aggiunta, salvo che tale rischio sia gestito in modo appropriato, alcuni investitori potrebbero sfruttare un «vantaggio della prima mossa», ovvero sia gli investitori che chiedono il rimborso prima, o nelle fasi iniziali, di una situazione di tensione sui mercati non subiscono in pieno l'impatto di tale situazione, lasciando che i rimanenti investitori sostengano l'onere.
- (5) L'attuale quadro normativo nell'Unione comprende misure atte a ridurre gli effetti di amplificazione del settore dei fondi di investimento in una crisi finanziaria e a rafforzare la resilienza dei fondi di investimento. Il quadro normativo comprende la direttiva 2009/65/CE⁽¹⁾ e la direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio⁽²⁾.
- (6) Le direttive 2009/65/CE e 2011/61/UE prevedono entrambe requisiti di gestione della liquidità. I fondi di investimento alternativi (FIA) sono tenuti ad adottare politiche di rimborso che siano coerenti con il profilo di liquidità della loro strategia di investimento e a effettuare prove di stress periodiche in condizioni di liquidità normali ed eccezionali. Gli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) sono sottoposti a norme di idoneità dettagliate che governano i tipi di attività su cui essi possono investire e devono effettuare, se del caso, prove di stress.
- (7) Al fine di affrontare i rischi sistemici relativi alla leva finanziaria, le direttive 2009/65/CE e 2011/61/UE forniscono attualmente una base giuridica per il contenimento dell'aumento della leva finanziaria nei fondi di investimento. L'articolo 51, paragrafo 3, della direttiva 2009/65/CE specifica un limite di investimento sull'esposizione degli OICVM agli strumenti derivati e l'articolo 83, paragrafo 2, lettera a), della medesima direttiva stabilisce un tetto massimo temporaneo ai prestiti del 10 %. L'articolo 25, paragrafo 3, della direttiva 2011/61/UE permette alle autorità nazionali competenti (ANC) di imporre limiti di leva finanziaria o altre restrizioni sulla gestione dei FIA. Inoltre, l'articolo 25, paragrafo 7, della direttiva 2011/61/UE prevede un ruolo per l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM) nella determinazione del fatto che la leva finanziaria utilizzata da un gestore di fondi di investimento alternativi (GEFIA), o da un gruppo di GEFIA, ponga un rischio considerevole per la stabilità e l'integrità del sistema finanziario e l'ESMA possa fornire consulenza alle ANC specificando i provvedimenti correttivi da intraprendere, inclusi i limiti al livello della leva finanziaria.
- (8) L'applicazione di standard elevati e uniformi rispetto alla capacità dei gestori di fondi di gestire i rischi nell'Unione si giustifica al fine di assicurare che il regolamento mitighi il rischio sistemico. Sussistono prove del fatto che l'attuale quadro normativo fornisca un'efficace gestione del rischio da parte dei fondi di investimento a livello microprudenziale. Tuttavia, la sua efficacia dal punto di vista macroprudenziale è in gran parte da verificare. Il fine della presente raccomandazione è di affrontare i rischi sistemici legati ai disallineamenti di liquidità e all'utilizzo della leva finanziaria nei fondi di investimento. Ciò rafforzerà il quadro macroprudenziale nell'Unione poiché si applica al settore della gestione di attività.
- (9) La raccomandazione A è concepita per affrontare i rischi che possono sorgere qualora i gestori di fondi non dispongano di strumenti adeguati per la gestione della liquidità come commissioni di rimborso, soglie per la dilazione del rimborso o la possibilità di sospendere temporaneamente i rimborsi. In mancanza di tali strumenti, pressioni dal lato dei rimborsi nei periodi di diminuzione dei prezzi delle attività potrebbero causare stress di liquidità di portata sistemica ed esacerbare i crolli dei prezzi delle attività, che potrebbero comportare rischi per la stabilità finanziaria. La disponibilità di una serie variegata di strumenti per la gestione della liquidità in tutti gli Stati membri aumenterebbe la capacità dei gestori di fondi di affrontare le pressioni dal lato dei rimborsi quando la liquidità del mercato è in condizioni di tensione. Inoltre, la raccomandazione A sollecita un chiarimento ulteriore sulla sospensione dei rimborsi da parte delle ANC.
- (10) La raccomandazione B è concepita per prevenire e ridurre disallineamenti di liquidità eccessivi nei FIA di tipo aperto. Alcuni FIA di tipo aperto detengono una quota notevole dei loro investimenti in attività intrinsecamente meno liquide. Ciò include fondi di investimento che investono in beni immobili, titoli non quotati, prestiti e altre attività alternative. Occorre che tali fondi di investimento dimostrino alle ANC la loro capacità, durante il procedimento di approvazione e/o dopo di esso, di mantenere la loro strategia di investimento in condizioni di stress di mercato.
- (11) La raccomandazione C è concepita per promuovere delle prassi in materia di prove di stress di liquidità coerenti a livello di fondi di investimento. Le prove di stress sono strumenti che aiutano il gestore di fondi a identificare le potenziali criticità di una strategia di investimento e contribuiscono alla preparazione di un fondo di investimento a una crisi. Se correttamente usata, quale strumento decisionale e di gestione del rischio, una prova

⁽¹⁾ 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 d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) (GU L 302 del 17.11.2009, pag. 32).

⁽²⁾ 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 (GU L 174 dell'1.7.2011, pag. 1).

di stress dovrebbe ridurre il rischio di liquidità a livello di fondo di investimento e contribuire a ridurre tale rischio a livello di sistema finanziario. Ci si attende che le linee guida relative alle prassi dei gestori dei fondi in materia di prove di stress di liquidità riducano il rischio di liquidità, a livello sia di fondi di investimento che sistemico, e rafforzino la capacità di tali enti a gestire la liquidità nel miglior interesse degli investitori, ivi compresa la prevenzione di eventi inattesi e delle conseguenti reazioni di emergenza in concomitanza a periodi di rimborsi inaspettatamente alti.

- (12) La raccomandazione D è concepita per stabilire un quadro per la segnalazione degli OICVM nell'Unione. Benché molti ordinamenti nell'Unione prevedano obblighi di segnalazione per gli OICVM, le prassi di segnalazione divergono ampiamente in termini di frequenza della segnalazione, OICVM tenuti alla segnalazione e dati segnalati. L'assenza di un quadro armonizzato per la segnalazione impedisce il monitoraggio e una valutazione approfondita del potenziale contributo degli OICVM ai rischi per la stabilità finanziaria. Un quadro armonizzato per la segnalazione relativa agli OICVM ridurrà anche le attuali inefficienze nella segnalazione sia per le ANC che per l'industria.
- (13) La raccomandazione E è concepita per facilitare l'attuazione dell'articolo 25 della direttiva 2011/61/UE, che prevede uno strumento macroprudenziale per limitare la leva finanziaria nei FIA. Occorre chiarire l'utilizzo di tale strumento attraverso l'elaborazione di un approccio comune al fine di assicurare che le ANC siano in grado di utilizzare lo strumento in maniera armonizzata. Di conseguenza, dovrebbero essere elaborati degli orientamenti su un quadro per la valutazione dei rischi di leva finanziaria e sulla definizione, calibrazione e attuazione dei limiti di leva finanziaria.
- (14) La presente raccomandazione propugna un quadro proporzionato per la gestione dei rischi sistemici che possono sorgere nel, o essere propagati dal, settore dei fondi di investimento, mantenendo al contempo le caratteristiche chiave dei rimborsi che attraggono gli investitori ai fondi di investimento aperti e facilitano l'investimento collettivo.
- (15) La presente raccomandazione tiene conto delle iniziative internazionali ed europee in corso in tema di politiche macroprudenziali per attenuare i rischi derivanti da disallineamenti di liquidità e leva finanziaria nei fondi di investimento e, in particolare, il lavoro del Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB) e dell'Organizzazione internazionale delle commissioni di controllo sui valori mobiliari (International Organization of Securities Commissions, IOSCO). In data 12 gennaio 2017, l'FSB ha pubblicato delle raccomandazioni per fronteggiare le vulnerabilità strutturali associate alle attività di gestione patrimoniale derivanti dai disallineamenti di liquidità e dall'utilizzo della leva finanziaria nei fondi di investimento⁽¹⁾. A integrazione del lavoro dell'FSB, alla IOSCO è stato affidato l'incarico di attuare le raccomandazioni dell'FSB. Tale processo è attualmente in corso.
- (16) Al fine di attuare gli aspetti macroprudenziali del quadro normativo in vigore per i fondi di investimento e assicurare che le ANC agiscano coerentemente, la presente raccomandazione è parzialmente indirizzata all'AESFEM, con riferimento al suo ruolo di agevolazione e coordinamento.
- (17) Al fine di contrastare altri rischi posti dai fondi di investimento, si raccomanda alla Commissione europea di proporre ulteriori misure legislative. Si prende atto che la Commissione ha già messo in programma riforme legislative in quest'ambito. Queste ultime forniranno un'opportunità per affrontare le criticità di ordine macroprudenziale menzionate nelle raccomandazioni.
- (18) Le raccomandazioni del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) sono pubblicate dopo che il Consiglio generale ha informato il Consiglio dell'Unione europea della propria intenzione in tal senso dando al Consiglio la possibilità replicare,

HA ADOTTATO LA PRESENTE RACCOMANDAZIONE:

SEZIONE 1

RACCOMANDAZIONI

Raccomandazione A - strumenti per la gestione della liquidità a fini di rimborso

1. Si raccomanda alla Commissione di formulare una proposta affinché la normativa dell'Unione incorpori un quadro giuridico comune dell'Unione che regoli l'inclusione di strumenti ulteriori per la gestione della liquidità (*additional liquidity management tools*, a-LMT) nella progettazione dei fondi di investimento ovunque costituiti nell'Unione, in modo che la decisione relativa a quali a-LMT incorporare negli atti costitutivi dei fondi di investimento o nelle altre informazioni precontrattuali ad essi relativi sia presa individualmente da ogni soggetto responsabile della gestione.

⁽¹⁾ Consiglio per la stabilità finanziaria, «Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities» («raccomandazioni sulle politiche per fronteggiare le vulnerabilità strutturali associate alle attività di gestione patrimoniale»), gennaio 2017.

2. Si raccomanda alla Commissione di formulare una proposta affinché la normativa dell'Unione includa ulteriori disposizioni le quali specifichino il ruolo delle ANC in occasione dell'esercizio dei loro poteri di sospensione dei rimborsi in situazioni laddove vi siano implicazioni di stabilità finanziaria transfrontaliera.
3. Si raccomanda alla Commissione di formulare una proposta affinché la normativa dell'Unione definisca il ruolo dell'AESFEM di generale facilitazione, consulenza e coordinamento in relazione ai poteri delle ANC di sospendere i rimborsi in situazioni laddove vi siano implicazioni di stabilità finanziaria transfrontaliera, secondo quanto previsto alla raccomandazione A, paragrafo 2.

Raccomandazione B - Disposizioni aggiuntive per ridurre la probabilità di disallineamenti di liquidità eccessivi

Si raccomanda alla Commissione di formulare una proposta affinché la normativa dell'Unione includa misure per limitare la misura in cui l'utilizzo della trasformazione della liquidità nei FIA aperti possa contribuire all'aumento dei rischi sistemici o del rischio di disordini sui mercati.

Raccomandazione C - Prove di stress

Al fine di promuovere la convergenza delle attività di vigilanza si raccomanda all'AESFEM di sviluppare orientamenti sulla prassi cui i gestori devono attenersi ai fini delle prove di stress sul rischio di liquidità per i singoli FIA e gli OICVM.

Raccomandazione D - segnalazioni degli OICVM

1. Si raccomanda alla Commissione di formulare una proposta affinché il diritto dell'Unione preveda un obbligo per gli OICVM e le società di gestione di OICVM di segnalare regolarmente dati, specialmente con riferimento al rischio di liquidità e alla leva finanziaria, all'autorità competente e di fornire tali dati all'ANC interessata nel caso in cui essa non sia l'autorità competente ai fini delle segnalazioni degli OICVM.
2. Si raccomanda alla Commissione di formulare una proposta affinché i dati di cui alla raccomandazione D(1), siano segnalati, in un quadro per la segnalazione, almeno su base trimestrale da una porzione sufficientemente rilevante, dal punto di vista della stabilità finanziaria, di tutti gli OICVM e delle società di gestione di OICVM. Come minimo, un sottoinsieme sufficiente della serie di dati dovrebbe essere segnalato con cadenza annuale da una porzione rappresentativa di tutti gli OICVM e delle società di gestione di OICVM.
3. Si raccomanda alla Commissione di formulare una proposta affinché le ANC mettano i dati di cui alla raccomandazione D(1) a disposizione delle ANC di altri Stati membri interessati, dell'AESFEM e del CERS.

Raccomandazione E - Orientamenti relativi all'articolo 25 della direttiva 2011/61/UE

1. Si raccomanda all'AESFEM di formulare orientamenti relativi al quadro per valutare in quale misura l'utilizzo della leva finanziaria nel settore dei FIA contribuisca all'aumento del rischio sistemico nel sistema finanziario.
2. Si raccomanda all'AESFEM di formulare orientamenti sulla definizione, calibrazione e attuazione dei limiti di leva finanziaria di ordine macroprudenziale.
3. Si raccomanda all'AESFEM di formulare orientamenti sul modo in cui le ANC dovrebbero dare notifica all'AESFEM, al CERS e alle altre ANC della loro intenzione di attuare misure macroprudenziali ai sensi dell'articolo 25, paragrafo 3, della direttiva 2011/61/UE.
4. Si raccomanda all'AESFEM di utilizzare le informazioni ricevute dalle ANC in conformità all'articolo 25, paragrafo 3, della direttiva 2011/61/UE per confrontare e condividere le conoscenze con le autorità nazionali macroprudenziali e il CERS sulle prassi relative all'utilizzo dei limiti di leva finanziaria e all'imposizione di altre restrizioni alla gestione dei FIA.

SEZIONE 2

ATTUAZIONE

1. Definizioni

1. Ai fini della presente raccomandazione si applicano le seguenti definizioni:

- a) per «strumenti ulteriori per la gestione della liquidità» (a-LMT) si intendono strumenti che assistono i FIA aperti e gli OICVM come anche i loro gestori a gestire le richieste di rimborso in modo appropriato ed efficace in qualsiasi momento e specialmente condizioni di stress di mercato. Tali strumenti dovrebbero includere misure ex post, come la sospensione dei rimborsi o il rimborso differito nel tempo (soglie di dilazione dei rimborsi [gate]/periodi di preavviso prorogabili), e misure ex ante come la ripartizione dei costi commerciali tra gli investitori che investono o richiedono il rimborso (swing pricing/contributi anti-diluizione);

- b) per «fondi di investimento alternativi» (FIA) si intendono gli organismi di investimento collettivo quali definiti all'articolo 4, paragrafo 1, lettera a), della direttiva 2011/61/UE;
 - c) «gestori di fondi di investimento alternativi» (GEFIA) ha il medesimo significato di cui all'articolo 4, paragrafo 1, lettera b), salve le deroghe di cui all'articolo 2, paragrafo 3, e quelle di cui all'articolo 3, della direttiva 2011/61/UE;
 - d) per «GEFIA di FIA di tipo aperto» si intendono quelli che rientrano nella categoria definita all'articolo 1, paragrafo 2, del regolamento delegato (UE) n. 694/2014 della Commissione ⁽¹⁾;
 - e) per «soggetto responsabile della gestione» si intende: (i) una società di gestione quale definita all'articolo 2, paragrafo 1, lettera b) della direttiva 2009/65/CE; (ii) un OICVM costituito in forma di società di investimento che non ha designato una società di gestione come previsto nella direttiva 2009/65/CE; (iii) un GEFIA come specificato nell'articolo 4, paragrafo 1, lettera b) della direttiva 2011/61/UE; e (iv) un FIA gestito internamente costituito in forma di società di investimento che non ha designato un GEFIA di cui all'articolo 5, paragrafo 1, lettera b) della direttiva 2011/61/UE;
 - f) per «leva finanziaria» si intende il metodo con il quale un fondo di investimento aumenta la sua esposizione in misura superiore alle attività del fondo tramite il prestito di contante o di titoli oppure tramite la leva finanziaria inclusa in posizioni derivate o mediante qualsiasi altro mezzo;
 - g) per «autorità nazionale competente» si intende l'autorità competente quale definita all'articolo 2, paragrafo 1, lettera h) della direttiva 2009/65/CE o all'articolo 4, paragrafo 1, lettera f), a seconda dei casi;
 - h) «rischio sistemico» ha il medesimo significato di cui all'articolo 2, lettera c), del regolamento (UE) n. 1092/2010;
 - i) per «organismo d'investimento collettivo in valori mobiliari» (OICVM) si intende un organismo quale definito all'articolo 1, paragrafo 2, della direttiva 2009/65/CE autorizzato in conformità all'articolo 5 della stessa direttiva;
 - j) «società di gestione di OICVM» ha il medesimo significato di cui all'articolo 2, paragrafo 1, lettera b), della direttiva 2009/65/CE.
2. Gli allegati I e II costituiscono parte integrante della presente raccomandazione. Nel caso di conflitto tra il testo principale e gli allegati, il testo principale prevale.

2. Criteri di attuazione

1. Ai fini dell'attuazione della presente raccomandazione si applicano i seguenti criteri:
- a) la raccomandazione riguarda i FIA, i GEFIA, gli OICVM e le società di gestione di OICVM;
 - b) dovrebbe essere evitato l'arbitraggio regolamentare;
 - c) le raccomandazioni dovrebbero essere attuate prestando la debita attenzione al principio di proporzionalità, tenendo conto degli obiettivi e dei contenuti di ciascuna raccomandazione;
 - d) i criteri di conformità di cui all'allegato I.
2. Si richiede ai destinatari di riferire al CERS e al Consiglio in merito alle azioni intraprese in risposta alla presente raccomandazione o di motivare adeguatamente l'eventuale inerzia. Le relazioni dovrebbero quanto meno contenere:
- a) informazioni sulla sostanza e sulla tempistica delle azioni intraprese, comprese le azioni intraprese con riferimento, se del caso, alle autorità europee di vigilanza;
 - b) una valutazione sul funzionamento delle azioni intraprese tenuto conto degli obiettivi della presente raccomandazione;
 - c) motivazioni dettagliate in relazione all'eventuale inerzia o scostamento dalla presente raccomandazione, ivi inclusi eventuali ritardi.

3. Calendario per dare seguito alle iniziative

Si richiede ai destinatari di riferire al CERS e al Consiglio in merito alle azioni intraprese in risposta alla presente raccomandazione o di motivare adeguatamente l'eventuale inerzia secondo la tempistica di seguito indicata:

1. Raccomandazione A

Entro il 31 dicembre 2020, si richiede alla Commissione di trasmettere al CERS e al Consiglio una relazione sull'attuazione delle raccomandazioni A(1), A(2) e A(3).

⁽¹⁾ Regolamento delegato (UE) n. 694/2014 della Commissione, del martedì 17 dicembre 2013, che integra la direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che stabiliscono le tipologie di gestori di fondi di investimento alternativi (GU L 183 del 24.6.2014, pag. 18).

2. Raccomandazione B

Entro il 31 dicembre 2020, si richiede alla Commissione di trasmettere al CERS e al Consiglio una relazione sull'attuazione della raccomandazione B.

3. Raccomandazione C

Entro il 30 giugno 2019, si richiede all'AESFEM di trasmettere al CERS e al Consiglio gli orientamenti di cui alla raccomandazione C.

4. Raccomandazione D

Entro il 31 dicembre 2020, si richiede alla Commissione di trasmettere al CERS e al Consiglio una relazione sull'attuazione della raccomandazione D(1), D(2) e D(3).

5. Raccomandazione E

a) Entro il 30 giugno 2019, si richiede all'AESFEM di trasmettere al CERS e al Consiglio gli orientamenti di cui alla raccomandazione E(1), E(2) ed E(3).

b) Dal 31 dicembre 2019, si richiede all'AESFEM di trasmettere alle autorità macroprudenziali nazionali e al CERS, con cadenza almeno annuale, le informazioni di cui alla raccomandazione E(4).

4. **Controllo e valutazione**

1. Il segretariato del CERS:

a) presterà assistenza ai destinatari, assicurando il coordinamento nella presentazione delle relazioni e fornendo i relativi modelli e dettagliando, ove necessario, le modalità e la tempistica per dar seguito alle iniziative;

b) verificherà il seguito dato dai destinatari, fornirà loro assistenza su richiesta e invierà relazioni di follow-up al Consiglio generale tramite il Comitato direttivo.

2. Il Consiglio generale valuterà le azioni intraprese e le motivazioni comunicate dai destinatari e, se del caso, può decidere se la presente raccomandazione non sia stata rispettata e se i destinatari abbiano omesso di fornire adeguate motivazioni della propria inerzia.

Fatto a Francoforte sul Meno, il 7 dicembre 2017.

*Capo del segretariato del CERS, per conto del Consiglio generale
del CERS*

Francesco MAZZAFERRO

ALLEGATO I

CRITERI DI CONFORMITÀ PER LE RACCOMANDAZIONI

Raccomandazione A

Per la **raccomandazione A**, si definiscono i seguenti criteri di conformità.

A(1) - Disponibilità di strumenti ulteriori per la gestione della liquidità

La normativa dell'Unione dovrebbe prevedere la giuridica disponibilità a a livello dell'Unione di un'ampia gamma di strumenti ulteriori per la gestione della liquidità (*additional liquidity management tools*, a-LMT), riconoscendo al contempo che ai gestori dei patrimoni dovrebbe essere attribuita la responsabilità primaria per l'attivazione e l'attuazione degli a-LMT e che alcuni di tali strumenti non saranno adatti o necessari a tutte le tipologie di fondo aperto. Gli a-LMT dovrebbero prestare sostegno ai fondi di investimento alternativo (FIA) aperti e agli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), nonché ai loro gestori, per gestire le richieste di rimborso in modo appropriato ed efficace in qualsiasi momento e specialmente in condizioni di stress di mercato.

Le proposte di modifica della Commissione alla pertinente normativa dell'Unione dovrebbero includere obblighi affinché:

- a) i gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA) dei FIA aperti e le società di gestione di OICVM valutino tutti gli a-LMT a disposizione e nello specifico valutino quali siano quelli adatti alle strategie di investimento dei fondi che gestiscono e che dovrebbero essere inclusi nei loro atti costitutivi o nelle altre informazioni precontrattuali al fine di essere utilizzati sia in condizioni normali e che di stress di mercato e di fornire agli investitori un grado sufficiente di trasparenza in relazione a tali strumenti;
- b) i GEFIA dei FIA aperti e le società di gestione di OICVM includano, come minimo, il potere di sospensione dei rimborsi, in particolare in condizioni di stress di mercato, negli atti costitutivi o in altre informazioni precontrattuali dei fondi che essi gestiscono;
- c) i GEFIA dei FIA aperti e le società di gestione di OICVM garantiscano che la necessaria capacità operativa e la pianificazione di emergenza siano disponibili per la tempestiva attivazione di qualunque a-LMT essi possano utilizzare;
- d) i GEFIA dei FIA aperti e le società di gestione di OICVM segnalino alle autorità nazionali competenti (ANC) l'attuazione e l'utilizzo di a-LMT in condizioni di stress di mercato;
- e) l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM), tenuto conto del parere del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) relativamente alle criticità di ordine macroprudenziale, sviluppi orientamenti in materia di:
 - i. definizioni e caratteristiche degli a-LMT;
 - ii. criteri per la valutazione di idoneità ai sensi della valutazione di idoneità di cui al punto A(1), lettera a);
 - iii. obblighi di trasparenza per gli a-LMT di cui al punto A(1), lettera a);
 - iv. principi fondamentali sul modo in cui gli a-LMT dovrebbero trovare attuazione nel processo di gestione della liquidità del fondo;
 - v. modalità per valutare e gestire le potenziali conseguenze indesiderate in occasione dell'utilizzo di a-LMT;
 - vi. obbligo di segnalazione alle ANC di cui al punto A(1), lettera d); e
 - vii. livello di trasparenza in relazione agli investitori quando gli a-LMT sono attivati e durante il loro utilizzo.

Gli orientamenti dovrebbero tenere conto della pianificazione di emergenza necessaria che dovrebbe trovare applicazione in anticipo, come previsto ai sensi del punto A(1), lettera c), per garantire che tali a-LMT siano attivati velocemente ed efficacemente.

A(2) - Ulteriori disposizioni riguardanti la sospensione dei rimborsi da parte delle ANC in situazioni laddove vi siano implicazioni di stabilità finanziaria transfrontaliera

Le proposte di modifica della Commissione alla pertinente normativa dell'Unione dovrebbero includere:

- a) un chiarimento sui rispettivi ruoli delle ANC e la loro cooperazione con riferimento alla sospensione dei rimborsi ai fini della stabilità finanziaria transfrontaliera, laddove il FIA o l'OICVM sia stabilito in uno degli Stati membri ma abbia una società di gestione del FIA o dell'OICVM stabilita in un altro Stato membro, o verosimilmente implicazioni transfrontaliere;

- b) un obbligo gravante sulle ANC, in occasione dell'esercizio dei poteri di disporre la sospensione dei rimborsi ai fini della stabilità finanziaria transfrontaliera, di darne comunicazione alle altre ANC interessate, all'AESFEM e al CERS, prima dell'esercizio di tali poteri.

A(3) - Ulteriori disposizioni riguardanti il ruolo dell'AESFEM in relazione alle ANC che sospendono i rimborsi con implicazioni di stabilità finanziaria transfrontaliera

Le proposte di modifica della Commissione alla pertinente normativa dell'Unione dovrebbero includere per l'AESFEM di svolgere un ruolo generale di facilitazione, consulenza e coordinamento in relazione ai poteri delle ANC di sospendere i rimborsi in situazioni laddove vi siano implicazioni di stabilità finanziaria transfrontaliera.

Raccomandazione B

Per la **raccomandazione B**, si definiscono i seguenti criteri di conformità.

Le proposte di modifica della Commissione alla pertinente normativa dell'Unione dovrebbero includere:

- a) l'attribuzione di poteri all'AESFEM per redigere e aggiornare un elenco di attività intrinsecamente meno liquide, sulla base dell'analisi dell'AESFEM stessa, tenendo in considerazione i pareri del CERS relativamente alle criticità di ordine macroprudenziale e quelli della Autorità bancaria europea e dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni relativamente alle criticità in tema di coerenza tra i diversi settori. Stilando la lista, l'AESFEM dovrebbe considerare, quanto meno, gli immobili, i titoli non quotati, i prestiti e altre attività alternative che sembrano essere intrinsecamente meno liquide. L'analisi dovrebbe tener conto, tra l'altro, del tempo che sarebbe necessario per liquidare tali attività in condizioni di stress di mercato;
- b) un obbligo per i GEFIA dei FIA aperti il cui obiettivo sia di investire significativamente in attività elencate tra quelle intrinsecamente meno liquide di cui al punto B, lettera a), di dare prova alle ANC della loro capacità di mantenere la loro strategia di investimento in condizioni prevedibili di mercato. La valutazione dovrebbe includere, tra l'altro, politiche di rimborso *ad hoc*, l'attuazione degli a-LMT e/o i limiti interni alle attività elencate tra quelle intrinsecamente meno liquide di cui al punto B, lettera a). Tali limiti interni, se utilizzati, dovrebbero essere comunicati alle ANC al momento dell'istituzione dei fondi interessati e successivamente segnalati ogniqualvolta subiscano una modifica. L'informativa agli investitori dovrebbe altresì essere attuata in base agli orientamenti sviluppati dall'AESFEM;
- c) il potere discrezionale di prevedere disposizioni transitorie per i GEFIA dei FIA aperti con la specificazione del periodo concesso per adeguarsi alla normativa in occasione dell'inserimento delle attività nell'elenco delle attività intrinsecamente meno liquide di cui al punto B, lettera a), e in occasione del superamento dei limiti interni, se del caso, al fine di prevenire ogni effetto nocivo indesiderato.

Raccomandazione C

Per la **raccomandazione C**, si definiscono i seguenti criteri di conformità.

Gli orientamenti formulati dall'AESFEM sulle prove di stress di liquidità dovrebbero includere, a titolo esemplificativo:

- a) la definizione di scenari sulle prove di stress di liquidità;
- b) politiche sulle prove di stress di liquidità, ivi incluso l'utilizzo interno dei risultati delle prove di stress di liquidità;
- c) considerazioni relative ai lati delle attività e delle passività del bilancio dei fondi di investimento; e
- d) la tempistica e la frequenza secondo le quali i singoli fondi effettuano le prove di stress di liquidità.

Tali orientamenti dovrebbero basarsi sugli obblighi relativi alle prove di stress previsti nella direttiva 2011/61/UE e sul modo in cui gli operatori di mercato effettuano prove di stress.

Raccomandazione D

Per la **raccomandazione D**, si definiscono i seguenti criteri di conformità.

D(1) - Obblighi di segnalazione per gli OICVM e per le società di gestione degli OICVM

Le proposte di modifica della Commissione alla pertinente normativa dell'Unione dovrebbero includere obblighi di segnalazione che riguardino sia i dati relativi al gestore sia quelli specificamente attinenti al fondo e che rispecchino altresì le specificità degli OICVM. I dati segnalati dovrebbero consentire un monitoraggio sufficiente delle potenziali vulnerabilità suscettibili di contribuire al rischio sistemico, e dovrebbero quanto meno comprendere:

- a) il valore delle attività gestite per tutti gli OICVM gestiti da una società di gestione;
- b) strumenti scambiati e singole esposizioni;

- c) strategia di investimento;
- d) complessiva esposizione/leva finanziaria;
- e) prove di stress;
- f) tecniche per una buona gestione del portafoglio;
- g) rischio di controparte/garanzie;
- h) rischio di liquidità;
- i) rischio di credito; e
- j) volume degli scambi.

La Commissione dovrebbe proporre, se del caso, un'armonizzazione degli obblighi di segnalazione complessivi relativi ai fondi di investimento e ai loro gestori, in particolare tra le segnalazioni OICVM raccomandate e le misure già attuate per le segnalazioni ai sensi della direttiva 2011/61/UE. A tal riguardo, la Commissione dovrebbe anche tenere conto degli obblighi di segnalazione di cui al regolamento (UE) 2017/1131 del Parlamento europeo e del Consiglio⁽¹⁾. Tale armonizzazione dovrebbe consentire l'utilizzo delle piattaforme di segnalazione esistenti, conseguire sinergie ed evitare di imporre oneri ingiustificati sui gestori di attività.

Le modifiche della Commissione alla normativa dell'Unione dovrebbero altresì includere una disposizione che preveda che se l'ANC del gestore dell'OICVM è diversa dall'ANC dell'OICVM stesso, il gestore dell'OICVM deve, a richiesta, fornire anche le informazioni di segnalazione alla ANC dell'OICVM.

D(2) - Frequenza e ambito degli obblighi di segnalazione per gli OICVM e per le società di gestione degli OICVM

Le proposte di modifica della Commissione alla pertinente normativa dell'Unione dovrebbero includere i seguenti obblighi:

- a) i dati di cui alla raccomandazione D(1) sono segnalati come minimo su base trimestrale al fine di consentire un efficace monitoraggio dei rischi per la stabilità finanziaria, considerando al contempo anche aspetti sulla proporzionalità relativi agli enti tenuti alla segnalazione;
- b) le attività totali gestite dalla società di gestione e le attività gestite da singoli fondi OICVM dovrebbero essere tenute in considerazione al momento della definizione dell'ambito della segnalazione, in modo da assicurare che una parte sufficiente dell'industria sia contemplata nella segnalazione, al fine di fronteggiare i rischi per la stabilità finanziaria.

D(3) - Segnalazione armonizzata e condivisione delle informazioni

Le proposte di modifica della Commissione alla pertinente normativa dell'Unione dovrebbero includere un obbligo di mettere le informazioni di cui alla raccomandazione D(1) a disposizione delle ANC di altri Stati membri interessati, dell'AESFEM e del CERS al fine di assicurare l'armonizzazione delle segnalazioni dei dati sugli OICVM con le prassi di condivisione dei dati di cui alla direttiva 2011/61/UE. In tale contesto, la Commissione dovrebbe altresì tenere conto degli obblighi di segnalazione di cui al regolamento (UE) 2017/1131.

Raccomandazione E

Per la **raccomandazione E**, si definiscono i seguenti criteri di conformità.

E(1) - Valutazione del rischio sistemico relativo alla leva finanziaria

Gli orientamenti forniti dall'AESFEM dovrebbero includere:

- a) una serie di indicatori minima comune di cui le ANC dovrebbero tener conto nelle loro valutazioni;
- b) istruzioni per calcolare gli indicatori di cui al punto E(1), lettera a) sulla base dei dati di segnalazione ai sensi dell'articolo 24 della direttiva 2011/61/UE; e
- c) descrizioni qualitative e, ove possibile, quantitative dell'interpretazione degli indicatori nel contesto del quadro per la valutazione.

⁽¹⁾ Regolamento (UE) n. 2017/1131 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, sui fondi comuni monetari (GU L 169 del 30.6.2017, pag. 8).

La serie comune di indicatori di cui al punto E(1), lettera a) dovrebbe:

- 1) agevolare la valutazione del livello, dell'origine e dei diversi utilizzi della leva finanziaria;
- 2) agevolare la valutazione dei principali canali attraverso i quali il rischio sistemico può materializzarsi, ovverosia vendite forzate, ricadute dirette sugli istituti finanziari e l'interruzione dell'intermediazione creditizia; e
- 3) essere in funzione e sufficiente affinché le ANC possano informare l'AESFEM, in relazione al suo parere di cui all'articolo 25, paragrafo 6, della direttiva 2011/61/UE e ai principi di cui all'articolo 112 del regolamento delegato (UE) 231/2013 della Commissione ⁽¹⁾, sul rispetto delle condizioni per l'imposizione di limiti di leva finanziaria o di altre restrizioni alla gestione dei FIA.

E(2) - Limiti di leva finanziaria di ordine macroprudenziale

Gli orientamenti forniti dall'AESFEM dovrebbero includere:

- a) una descrizione dei vari tipi di limiti di leva finanziaria, compresa una valutazione della loro efficacia ed efficienza nel contenimento della leva finanziaria eccessiva;
- b) una serie di principi che le ANC devono tenere in considerazione in occasione della calibrazione dei limiti di leva finanziaria. Tali principi dovrebbero includere almeno: (i) una dichiarazione che preveda che i limiti di leva finanziaria siano basati sulle misure di leva finanziaria previste alla direttiva 2011/61/CE, (ii) i criteri per l'applicazione dei limiti di leva finanziaria e (iii) i principi riguardanti la revisione periodica dei limiti di leva finanziaria;
- c) una serie di principi che le ANC devono tenere in considerazione ove considerino l'imposizione di limiti di leva finanziaria, inclusi almeno: (i) principi per un approccio equilibrato tra una definizione dei limiti basata su regole e una a carattere discrezionale; (ii) principi relativi all'interazione con altre misure; (iii) principi per il coordinamento tra autorità dell'Unione.

E.3 - Procedura di notifica

Gli orientamenti formulati dall'AESFEM dovrebbero consentire alle ANC di inviare notifiche all'AESFEM, al CERS e alle altre ANC interessate. In particolare, tali orientamenti dovrebbero includere, tra l'altro, una procedura operativa efficiente e modelli per le lettere di notifica e gli obblighi di segnalazione sulla valutazione delle ANC relativa alla necessità di attuazione delle misure macroprudenziali in conformità all'articolo 25, paragrafo 3, della direttiva 2011/61/UE.

E.4 - Analisi comparativa

L'AESFEM dovrebbe condividere, su base annuale, con le autorità macroprudenziali e il CERS:

- a) i risultati, ove esistenti, della sua analisi comparativa;
- b) le prassi, ove esistenti, relative all'utilizzo dei limiti di leva finanziaria e l'imposizione di altre restrizioni sulla gestione dei FIA per mezzo delle informazioni ricevute dalle ANC ai sensi dell'articolo 25, paragrafo 3, della direttiva 2011/61/UE.

⁽¹⁾ 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 (GU L 83 del 22.3.2013, pag. 1).

ALLEGATO II

MOTIVAZIONE ECONOMICA E VALUTAZIONE

INDICE

	Pagina
Siglarlo	12
I. Introduzione	13
II. Raccomandazione del CERS relativa ai rischi di liquidità e di leva finanziaria nei fondi di investimento	17
II.1 Raccomandazione A – Strumenti di gestione della liquidità per i rimborsi	17
II.1.1 Motivazione economica ed effetti desiderati	17
Raccomandazione A(1) – Disponibilità di ulteriori strumenti per la gestione della liquidità	17
Raccomandazioni A(2) e A(3) – Disposizioni ulteriori in merito alle ANC e al ruolo dell'ESMA in relazione all'imposizione da parte delle ANC della sospensione dei rimborsi con implicazioni per la stabilità finanziaria a livello transfrontaliero.	21
II.1.2 Effetti indesiderati	22
II.2 Raccomandazione B – Ulteriori disposizioni volte a ridurre la probabilità di disallineamenti eccessivi di liquidità.	22
II.2.1 Motivazione economica ed effetti desiderati	22
II.2.2 Effetti indesiderati	30
II.3 Raccomandazione C – Prove di stress	31
II.3.1 Motivazione economica ed effetti desiderati	31
II.3.2 Effetti indesiderati	34
II.4 Raccomandazione D – Segnalazioni degli OICVM	35
II.4.1 Motivazione economica ed effetti desiderati	35
Raccomandazione D(1) – Obblighi di segnalazione per gli OICVM e per le società di gestione di OICVM	35
Raccomandazione D(2) – Frequenza e copertura degli obblighi di segnalazione per gli OICVM e le società di gestione di OICVM	38
Raccomandazione D(3) – Segnalazioni armonizzate e condivisione delle informazioni	39
II.4.2 Effetti indesiderati	39
II.5 Raccomandazione E – Orientamenti relativi all'articolo 25 della direttiva 2011/61/UE	40
II.5.1 Motivazione economica ed effetti desiderati	40
Raccomandazione E(1) – Valutazione del rischio sistemico connesso alla leva finanziaria	40
Raccomandazione E(2) – Limiti di leva a fini macroprudenziali	45
Raccomandazione E(3) – Procedura di notifica	48
Raccomandazione E(4) – Analisi comparativa	48
II.5.2 Effetti indesiderati	48
Riferimenti bibliografici	49
Appendice	52

Siglarlo

ABE	Autorità bancaria europea
a-LMT	ulteriori strumenti per la gestione della liquidità (additional liquidity management tools)
ANC	autorità nazionale competente
AuM	patrimonio gestito (assets under management)
BCE	Banca centrale europea
CERS	Comitato europeo per il rischio sistemico
CESR	Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (Committee of European Securities Regulators)
CLMT	strumento anticiclico per la gestione della liquidità (countercyclical liquidity management tool)
CRE	immobili commerciali (commercial real estate)
CSD	depositari centrali di titoli (central securities depositories)
ELTIF	fondi di investimento europei a lungo termine (European long-term investment funds)
ESMA	Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority)
EUR	euro
FCM	fondi comuni monetari
FIA	fondo di investimento alternativo
FSB	Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board)
FVP	determinazione del prezzo al valore equo (fair value pricing)
GEFIA	gestore di fondi di investimento alternativi
IOSCO	Organizzazione internazionale delle commissioni di controllo sui valori mobiliari (International Organization of Securities Commissions)
ITS	norme tecniche di attuazione (implementing technical standards)
NAV	valore patrimoniale netto (NET asset value)
OIC	organismo di investimento collettivo
OICVM	organismi di investimento collettivo in valori mobiliari.
OTC	fuori borsa (over-the-counter)
RTS	norme tecniche di regolamentazione (regulatory technical standards)
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC	Securities and Exchange Commission
SEE	Spazio economico europeo
UE	Unione europea
VaR	valore a rischio (Value at Risk)

Questo allegato fornisce materiale di sostegno alle raccomandazioni del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) al fine di supportare l'attuazione delle stesse all'interno dell'UE. Per ciascuna raccomandazione il testo presenta in particolare un esame dettagliato, una motivazione economica e una valutazione comprendente i possibili effetti desiderati e indesiderati e il potenziale impatto di mercato. L'analisi attinge ampiamente a studi e documenti strategici, alla regolamentazione nazionale e ai risultati delle indagini dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA), del CERS e dell'Organizzazione internazionale delle commissioni di controllo sui valori mobiliari (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) in merito ad esempio alla disponibilità e all'utilizzo degli strumenti per la gestione della liquidità, al ricorso alla leva finanziaria da parte dei fondi ai sensi della direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio⁽¹⁾ e della direttiva 2011/61/UE del Parlamento e del Consiglio⁽²⁾ e alle prassi adottate dai gestori di fondi per le prove di stress.

I. Introduzione

Considerazioni di carattere strutturale

Il settore dei fondi di investimento dell'Unione è cresciuto considerevolmente negli ultimi anni. Dal 2008 al terzo trimestre del 2017 il patrimonio netto totale dei fondi di investimento dell'UE è più che raddoppiato, da 6 200 miliardi a 15 300 miliardi di EUR⁽³⁾. Va altresì notato che nello stesso periodo quello dei fondi di investimento alternativi (FIA) europei è più che triplicato, salendo da 1 600 miliardi a 5 800 miliardi di EUR⁽⁴⁾. Poiché i fondi di investimento stanno passando a rappresentare una quota maggiore del mercato finanziario totale, la gestione dei rischi sistemici in tale comparto diviene più pertinente.

I fondi di investimento mostrano una gamma particolarmente complessa di comportamenti potenziali in risposta alle tensioni nei mercati. I fondi di investimento costituiscono solo una delle principali tipologie di investitori nei mercati finanziari assieme alle banche, alle compagnie di assicurazione, ai fondi pensione, agli investitori al dettaglio, ai gestori di patrimoni familiari (family office), ai fondi sovrani e agli intermediari di varia natura. Ciascuna tipologia presenta le proprie caratteristiche comportamentali specifiche. Una tipica dei fondi di investimento è che raccolgono denaro da un'ampia serie di investitori finali e lo incanalano nei mercati attraverso una struttura di investimento collettivo. Questo, aggiunto al fatto che gran parte dei fondi è di tipo aperto (vale a dire, consente agli investitori finali di ritirare il proprio investimento prima della scadenza delle attività sottostanti), fa sì che in condizioni di tensione nei mercati i fondi di investimento mostrino una gamma particolarmente complessa di comportamenti potenziali. Una possibilità degna di nota è che, come risposta a situazioni di tensione nel mercato e alle conseguenti richieste di rimborso da parte degli investitori, un fondo o un sottosettore di un fondo venda attività su scala significativa in un contesto di quotazioni calanti esacerbando di conseguenza lo shock di mercato e contribuendo all'instabilità finanziaria.

I fondi di investimento tendono a mantenere la propria strategia di investimento in presenza di shock di mercato. Fatta eccezione per alcuni FIA, i fondi di investimento utilizzano di norma bassi livelli di leva finanziaria⁽⁵⁾. In questo caso i fondi che non sono oggetto di pressioni dal lato dei rimborsi tendono a mantenere le proprie attività e potrebbero persino mirare opportunisticamente a effettuare nuovi acquisti al diminuire dei prezzi, producendo di conseguenza un impatto anticiclico.

Fonti di rischio

La ragione principale per cui i fondi potrebbero comportarsi in modo diverso e vendere quando i prezzi scendono durante uno shock di mercato sarebbe da ricercare in un livello inaspettatamente elevato di richieste di rimborso. Anche se ciò non costituisce la norma storica, vi sono stati alcuni casi di livelli elevati di richieste di rimborso in periodi di tensione nei mercati. Inoltre, il profilo comportamentale passato di un fondo non è necessariamente indicativo di quello futuro. Per questo motivo non vi è certezza che i suddetti casi rimangano eventi rari o isolati. Un motivo per cui potrebbe esservi una forte domanda di rimborsi nei periodi di tensione nei mercati è costituito dal fatto che i fondi di investimento non operano semplicemente come veicoli per investimenti azionari a lungo termine privi di leva finanziaria, ma sono a volte utilizzati da soggetti aventi prospettive a più breve termine la cui quota sul totale degli investitori può variare in misura significativa come conseguenza di altre influenze sul mercato. Ciò crea il potenziale per un rischio sistemico nel settore notevolmente maggiore di quello che si avrebbe se gli alti livelli di richieste di rimborso rappresentassero eventi solo rari o isolati. Con l'aumentare delle dimensioni del settore, questo fatto diviene a sua volta una caratteristica più importante del rischio sistemico in generale.

⁽¹⁾ 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 d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) (GU L 302 del 17.11.2009, pag. 32).

⁽²⁾ 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 (GU L 174 dell'1.7.2011, pag. 1).

⁽³⁾ *Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017*, European Fund and Asset Management Association, dicembre 2017.

⁽⁴⁾ Occorre notare che dal 2014 i FIA sono classificati in base alla definizione regolamentare contenuta nella direttiva 2011/61/UE. Da allora, il patrimonio netto di questi fondi è aumentato di oltre il 25 %.

⁽⁵⁾ Comitato europeo per il rischio sistemico, *EU Shadow Banking Monitor*, n. 2, maggio 2017.

La seconda fonte importante di rischio sistemico è rappresentata dall'esistenza di incentivi a privilegiare i rendimenti rispetto alla liquidità o ad accrescere la leva finanziaria per offrire un rendimento interessante agli occhi degli investitori. Maggiore è la leva finanziaria di un fondo di investimento, minore è la probabilità che mostri capacità di tenuta nei periodi di tensione nei mercati. Inoltre, un fondo di investimento che privilegi i rendimenti rispetto alla liquidità potrebbe trovarsi in una posizione proporzionalmente meno vantaggiosa per fronteggiare i picchi di domanda di rimborsi in modo ordinato. Tale comportamento può essere esacerbato se il trade-off non è chiaro agli investitori potenziali perché le attività investite appaiono liquide anche se la liquidità non è resiliente oppure perché la leva finanziaria è incorporata in strumenti derivati e la sua entità non è trasparente.

La terza fonte di rischio sistemico è costituita dalle modalità di funzionamento del meccanismo dei rimborsi.

I fondi di investimento aperti possono dare origine al cosiddetto «vantaggio della prima mossa», in virtù del quale gli investitori uscenti non sostengono l'intero costo del rimborso anticipato e quest'ultimo viene invece trasferito a chi continua a detenere le proprie quote. Per i gestori di fondi esiste anche un connesso problema reputazionale che può renderli restii a sospendere i rimborsi, anche quando ciò sarebbe nell'interesse degli investitori, impegnandosi al tempo stesso in un esercizio di equilibrio tra la scelta di offrire liquidità a chi presenta richieste di rimborso fintantoché vi è disponibilità nel fondo e quella di determinare che le circostanze sono sufficientemente eccezionali da giustificare una sospensione.

La quarta fonte di rischio sistemico va ricercata nel fatto che il funzionamento del meccanismo dei rimborsi dipende dalla liquidità del mercato.

Per molti degli strumenti in cui i fondi investono, la liquidità dipende tradizionalmente dai market maker e varia da uno strumento all'altro e nel tempo. Gli andamenti recenti – compreso il calo della volatilità, il maggiore ricorso alla contrattazione elettronica, la frammentazione delle fonti di liquidità e la minore detenzione di attività da parte di market maker tradizionali quali le banche e i broker-dealer, oltre che fattori ciclici come la politica monetaria – stanno a indicare che la struttura dell'offerta di liquidità può variare nel tempo (anche se le ricerche attualmente in corso non hanno ancora trovato evidenze unanimesi di una riduzione della liquidità al momento attuale). I suddetti cambiamenti possono influire sulla misura in cui l'offerta di liquidità si dimostra robusta quando i mercati sono sottoposti a tensioni. Poiché la rilevanza di tali modifiche della struttura della liquidità è difficile da prevedere, i fondi di investimento possono ritrovarsi con livelli di liquidità meno resilienti del previsto.

Vi sono interazioni importanti tra le caratteristiche dei fondi di investimento in termini di leva finanziaria, liquidità e rimborsi. Quando sono posti di fronte a maggiori richieste di margini, a ritiri di capitale o a un aumento degli scarti di garanzia (haircut), i fondi di investimento che ricorrono alla leva finanziaria possono effettuare rapidi aggiustamenti se detengono attività liquidabili in tempi brevi. Tuttavia, i fondi con elevata leva finanziaria che hanno minori disponibilità di attività liquide e sono soggetti a potenziali rimborsi a breve termine o variazioni nelle condizioni di prestito possono dover vendere attività rapidamente in mercati meno liquidi (a sconto) per onorare i propri obblighi. Anche se in caso di richieste di margini un fondo di investimento può essere in grado di sospendere i rimborsi nell'interesse degli investitori, esso dovrà reperire liquidità velocemente ricorrendo a fonti di finanziamento di emergenza e/o alla vendita di attività per evitare la liquidazione, una situazione che potrebbe potenzialmente provocare un significativo rischio di controparte e un forte impatto sui prezzi delle attività.

Le banche centrali, i mercati e le autorità di regolamentazione dei valori mobiliari hanno espresso timori per la possibilità che i fondi di investimento amplifichino i rischi sistemici⁽¹⁾. A livello mondiale, il Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB) ha rilevato che i disallineamenti di liquidità e il ricorso alla leva finanziaria nei fondi di investimento danno origine a vulnerabilità strutturali potenzialmente significative nel settore della gestione di fondi. Di conseguenza, l'FSB ha sottolineato l'importanza di esaminare e affrontare le potenziali vulnerabilità strutturali associate alle suddette due caratteristiche che potrebbero comportare rischi per la stabilità finanziaria. Esso raccomanda ad esempio alle autorità di monitorare l'utilizzo della leva finanziaria da parte dei fondi e di intervenire ove opportuno⁽²⁾.

⁽¹⁾ Cfr. Bank of England, *Financial Stability Report – December 2015*; ESMA, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, n. 2, 2015; BCE, *Financial Stability Review*, maggio 2016; Financial Stability Oversight Council, *Update on Review of Asset Management Products and Activities*, aprile 2016; intervento di Vítor Constâncio, *Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*, aprile 2016; intervento di Steven Maijor, *Measuring and assessing stability risks in financial markets*, maggio 2015; intervento di Mary Jo White, *Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry*, dicembre 2014.

⁽²⁾ *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, Financial Stability Board, gennaio 2017.

L'attuale quadro regolamentare per la liquidità e la leva finanziaria dei fondi di investimento

In Europa, il quadro regolamentare che disciplina la gestione della liquidità e della leva finanziaria nei fondi di investimento è costituito dalle direttive 2009/65/CE e 2011/61/UE. Esso costituisce la base degli obblighi di gestione delle posizioni di liquidità e di leva finanziaria dei fondi di investimento in Europa e rappresenta il punto di partenza per la valutazione dei rischi sistemici derivanti dai disallineamenti di liquidità e dall'utilizzo della leva da parte dei fondi di investimento.

Gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) sono fondi di investimento altamente regolamentati. Gli OICVM sono fondi di investimento che investono in attività ammissibili quali depositi a vista e a scadenza a breve termine, obbligazioni, azioni, strumenti del mercato monetario e altri fondi di investimento (cfr. riquadro 1a). In teoria, sono meno soggetti a disallineamenti di liquidità poiché si presume che le loro attività e passività siano entrambe negoziate in un arco temporale breve. Possono investire esclusivamente in valori mobiliari oppure in altre attività finanziarie liquide le cui regole di ammissibilità sono specificate in un'apposita direttiva⁽¹⁾. Gli OICVM sono tenuti (fatta salva la possibilità di sospensione) a rimborsare la quota di un investitore su richiesta di quest'ultimo: ciò vuol dire che devono consentire il rimborso almeno due volte al mese, anche se molti offrono questa opzione su base giornaliera o settimanale. Per quanto concerne la leva finanziaria, gli OICVM operano entro limiti imposti dalla normativa. Essi possono utilizzare la leva finanziaria derivante dal prestito di contante non garantito solo fino a un massimo del 10 % del patrimonio e purché si tratti di prestiti temporanei (cfr. riquadro 1b). Di conseguenza, gli OICVM che ricorrono sia ai prestiti di contante sia alle operazioni di finanziamento tramite titoli o ai derivati possono raggiungere un livello massimo di leva finanziaria pari a 2,1 volte il proprio valore patrimoniale netto (NET asset value, NAV).

I FIA sono fondi di investimento autorizzati a investire in attività simili a quelle degli OICVM ma non soggetti alle stesse limitazioni dettagliate in termini di diversificazione, liquidità o leva finanziaria. I FIA possono anche investire in strumenti finanziari che non costituiscono attività ammissibili per gli OICVM quali private equity, venture capital, immobili, materie prime fisiche e altre attività alternative. Tuttavia, i gestori di FIA aperti o FIA chiusi che ricorrono alla leva finanziaria sono tenuti a istituire procedure per la gestione della liquidità. Ciò include l'allineamento della strategia di investimento, del profilo di liquidità e della politica di rimborso del fondo di investimento, come pure la definizione opportuna di limiti per la gestione della liquidità e prove di stress (cfr. riquadro 1a). Va rilevato che i gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA) operanti al di sotto di determinate soglie⁽²⁾ possono non essere soggetti ai medesimi obblighi, nel qual caso non beneficiano del passaporto disponibile ai sensi della direttiva 2011/61/UE per la commercializzazione in altre giurisdizioni dell'Unione. Per quanto concerne la leva finanziaria, i FIA operano senza alcun limite regolamentare e sono tenuti esclusivamente a segnalare l'utilizzo della stessa (cfr. riquadro 1b).

Riquadro 1a: L'attuale quadro regolamentare per la liquidità dei fondi di investimento

Direttiva 2009/65/CE – OICVM

Frequenza di negoziazione. Gli OICVM devono fornire i meccanismi necessari a consentire il riacquisto o il rimborso delle quote su richiesta degli investitori nel fondo. Con questo si intende che sono tenuti a offrire la facoltà di presentare richieste di rimborso almeno due volte al mese⁽³⁾, anche se molti di essi optano per una cadenza giornaliera o settimanale⁽⁴⁾.

Procedure di negoziazione. La direttiva 2009/65/CE non specifica le procedure di negoziazione che devono essere seguite dagli OICVM. Nella pratica il termine per la ricezione delle richieste di rimborso sarà fissato in un momento antecedente la valutazione, che potrebbe avvenire ore o giorni dopo. Inoltre il pagamento del corrispettivo del rimborso sarà generalmente effettuato in linea con le procedure di regolamento specificate nella documentazione del fondo, che potrebbero prevedere un termine compreso fra i tre e i cinque giorni dalla data di valutazione⁽⁵⁾. Conformemente alle suddette procedure di negoziazione, fra il termine per la ricezione delle richieste e quello per il pagamento del corrispettivo del rimborso intercorre un intervallo di tempo che consente alla società di gestione dell'OICVM di vendere investimenti e generare liquidità per pagare il corrispettivo del rimborso ove ciò sia necessario.

⁽¹⁾ Direttiva 2007/16/CE della Commissione del 19 marzo 2007 recante modalità di esecuzione della direttiva 85/611/CEE del Consiglio concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) per quanto riguarda il chiarimento di talune definizioni (GU L 79 del 20.3.2007, pag. 11).

⁽²⁾ I GEFIA che gestiscono FIA le cui attività non superano in totale i 100 milioni di EUR ovvero i GEFIA che gestiscono FIA le cui attività non superano in totale i 500 milioni di EUR purché i FIA non ricorrano alla leva finanziaria e non prevedano il diritto di rimborso esercitabile per un periodo di cinque anni a decorrere dalla data di investimento iniziale in ciascun fondo.

⁽³⁾ Le autorità nazionali competenti (ANC) possono permettere a un OICVM di ridurre la frequenza a una volta al mese, «a condizione che tale deroga non pregiudichi gli interessi dei detentori di quote». Tuttavia, questa opzione non è stata recepita nell'ordinamento nazionale di tutti gli Stati membri.

⁽⁴⁾ Cfr., ad esempio, l'articolo 76 della direttiva 2009/65/CE.

⁽⁵⁾ I fondi comuni monetari con valore patrimoniale netto costante (FCM di tipo CNAV) possono offrire la possibilità di regolamento nello stesso giorno.

Attività ammissibili. Gli OICVM sono sottoposti a regole dettagliate in materia di attività ammissibili e sono pertanto obbligati a investire principalmente in attività liquide. Tra queste figurano: valori mobiliari liquidi quotati e strumenti del mercato monetario; derivati negoziati in borsa; depositi bancari rimborsabili su richiesta o o che possono essere ritirati in qualsiasi momento e giungono a scadenza entro 12 mesi⁽¹⁾. Per fornire un ulteriore sostegno alla liquidità, sono stabiliti criteri che disciplinano i mercati sui quali le attività ammissibili devono essere quotate o negoziate⁽²⁾.

Due diligence antecedente gli investimenti. Prima di effettuare un investimento, la società di gestione di un OICVM deve analizzare fra l'altro il contributo dello stesso alla composizione, alla liquidità e al profilo di rischio e rendimento del portafoglio del fondo⁽³⁾.

Gestione del rischio. Nel quadro dei propri processi di gestione del rischio, le società di gestione di OICVM devono seguire un'opportuna procedura per la gestione del rischio di liquidità al fine di garantire che ciascun fondo gestito sia in grado di rispettare – in tutte le circostanze prevedibili, comprese condizioni di tensione – l'obbligo di rimborso delle quote su richiesta di un partecipante. Laddove appropriato, le società di gestione di OICVM effettuano prove di stress che permettano di valutare il rischio di liquidità cui sono esposti gli OICVM in circostanze eccezionali⁽⁴⁾.

Compensazione fra sottoscrizioni e rimborsi. Quando ricevono ordini di sottoscrizione e di rimborso per la medesima giornata di contrattazione, i fondi OICVM riscontrano le operazioni riguardanti le quote e utilizzano il corrispettivo delle sottoscrizioni per soddisfare in parte o in toto le richieste di rimborso. Ciò riduce o elimina la necessità di vendere investimenti sottostanti per generare la liquidità necessaria a pagare gli investitori uscenti.

Direttiva 2011/61/UE – GEFIA

Procedure di negoziazione. Come nel caso degli OICVM, la direttiva 2011/61/UE non specifica le procedure di negoziazione che devono essere seguite per i FIA. I GEFIA definiscono procedure di negoziazione adeguate per i propri FIA e tali da offrire il tempo sufficiente a vendere investimenti per generare la liquidità necessaria a effettuare il pagamento del corrispettivo dei rimborsi.

Gestione del rischio. L'articolo 15 della direttiva 2011/61/UE contiene disposizioni analoghe a quelle riguardanti il processo di due diligence antecedente gli investimenti previste nella direttiva 2009/65/CE (cfr. sopra). L'articolo richiede ai GEFIA, nel quadro della gestione complessiva del rischio, di assicurare che i rischi associati a ogni posizione di investimento del FIA e il loro effetto complessivo sul portafoglio del FIA possano essere correttamente individuati, misurati, gestiti e monitorati su base continuativa, anche mediante l'uso di opportune procedure di prove di stress. La direttiva 2011/61/UE richiede altresì ai GEFIA di assicurare che per ogni FIA gestito la strategia di investimento, il profilo di liquidità e la politica di rimborso siano coerenti⁽⁵⁾. I GEFIA devono disporre di un sistema adeguato per la gestione della liquidità al fine di controllare il rischio di liquidità del FIA e garantire che il profilo di liquidità degli investimenti di quest'ultimo sia conforme alle obbligazioni sottostanti. Inoltre i GEFIA devono effettuare regolarmente prove di stress, in condizioni di liquidità normali ed eccezionali, che consentano loro di valutare e di controllare il rischio di liquidità dei FIA⁽⁶⁾. Tali obblighi sono integrati da regole dettagliate di secondo livello in materia di gestione della liquidità⁽⁷⁾.

Compensazione tra sottoscrizioni e rimborsi. Come avviene per gli OICVM, per i FIA di tipo aperto i GEFIA possono compensare gli ordini di sottoscrizione con quelli di rimborso.

⁽¹⁾ Ulteriori disposizioni dettagliate in materia di attività ammissibili (ad esempio, regole di portafoglio riguardanti le attività a scadenza giornaliera e settimanale) si applicano ai fondi comuni monetari (FCM) a prescindere dal fatto che siano costituiti come OICVM o FIA. Cfr. il regolamento (UE) 2017/1131.

⁽²⁾ L'ammissione alla negoziazione, tuttavia, non costituisce una garanzia di liquidità. Nondimeno, un fondo OICVM può farvi affidamento a meno che non sia, o non debba essere, a conoscenza di circostanze indicative del fatto che una particolare attività non è liquida. In tal caso esso deve valutare la liquidità del titolo per stabilire se la sua aggiunta al portafoglio possa compromettere la liquidità di quest'ultimo.

⁽³⁾ Cfr., per esempio, l'articolo 23, paragrafo 4, della Direttiva 2010/43/UE della Commissione del 1° luglio 2010 recante modalità di esecuzione della direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi, i conflitti di interesse, le regole di condotta, la gestione del rischio e il contenuto dell'accordo tra il depositario e la società di gestione (GU L 176 del 10.7.2010, pag. 42).

⁽⁴⁾ Cfr., ad esempio, l'articolo 40, paragrafo 3, della direttiva 2010/43/UE.

⁽⁵⁾ Cfr., ad esempio, l'articolo 16, paragrafo 2, della direttiva 2011/61/UE.

⁽⁶⁾ Cfr., ad esempio, l'articolo 16, paragrafo 1, della direttiva 2011/61/UE.

⁽⁷⁾ Cfr., ad esempio, gli articoli da 46 a 49 del 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 (GU L 83, del 22.3.2013, pag. 1).

Riquadro 1b: Il quadro regolamentare vigente per la leva finanziaria dei fondi di investimento**Direttiva 2009/65/CE – OICVM**

Assunzione di prestiti. Gli OICVM possono utilizzare la leva finanziaria tramite indebitamento contraendo prestiti fino a un massimo del 10 % del patrimonio, purché si tratti di prestiti temporanei. Tale ricorso ai prestiti è consentito in caso di temporaneo disallineamento tra i flussi di cassa, ad esempio quando il corrispettivo del rimborso deve essere versato prima che l'OICVM abbia ricevuto i proventi della vendita di investimenti.

Utilizzo della leva finanziaria sintetica. Per quanto concerne l'utilizzo della leva finanziaria sintetica attraverso le esposizioni in derivati, gli OICVM possono creare esposizioni sintetiche – calcolate in base all'approccio fondato sugli impegni (commitment approach) – fino a un importo corrispondente al loro NAV totale. Di conseguenza, essi possono utilizzare sia prestiti sia derivati fino a un livello massimo di leva finanziaria pari a 2,1 volte il proprio NAV. Ai sensi della direttiva 2009/65/CE, le ANC possono altresì consentire agli OICVM di calcolare la loro esposizione complessiva utilizzando l'approccio del valore a rischio (value-at-risk, VaR) o altre metodologie avanzate di misurazione del rischio in alternativa all'approccio fondato sugli impegni. Per gli OICVM il ricorso alla leva finanziaria è sottoposto solo indirettamente a restrizioni attraverso i limiti al rischio di mercato del fondo, come illustrato negli orientamenti di terzo livello del Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (Committee of European Securities Regulators, CESR) ⁽¹⁾. Pertanto, i fondi che utilizzano l'approccio del VaR assoluto sono tenuti a mantenere un VaR assoluto non superiore al 20 % del NAV (su un periodo di 20 giorni). A loro volta, quelli che seguono l'approccio del VaR relativo non devono superare il doppio del rischio di perdita in base a un determinato modello VaR di un portafoglio simile ma privo di leva finanziaria. È importante rilevare come, a seconda della volatilità delle attività sottostanti, questi approcci VaR possano consentire una leva finanziaria significativamente superiore a quella che sarebbe permessa seguendo l'approccio fondato sugli impegni. Stando ai risultati delle indagini condotte in 11 giurisdizioni all'interno dell'Unione, il sottinsieme di fondi OICVM che utilizzano approcci VaR per calcolare l'esposizione complessiva potrebbe rappresentare tra il 27 % e il 50 % del settore degli OICVM dell'Unione in termini di NAV.

Direttiva 2011/61/UE – GEFIA

Assunzione di prestiti e utilizzo della leva finanziaria sintetica. I FIA operano senza alcun limite di leva finanziaria imposto dalla normativa. La direttiva 2011/61/UE prevede per questi fondi solo un obbligo di segnalazione del ricorso alla leva. Tuttavia essa permette alle autorità competenti di imporre limiti al livello di leva che un gestore è autorizzato a utilizzare nei propri FIA, e altre restrizioni alla gestione dei rischi, per «limitare la misura in cui l'utilizzo della leva finanziaria contribuisce ad accrescere i rischi sistemici nel sistema finanziario o i rischi di disordini sui mercati». Finora nessuna autorità si è avvalsa di questo strumento e non è stato sviluppato alcun quadro di riferimento a livello di UE per sostenere l'introduzione armonizzata di requisiti di leva finanziaria a fini macroprudenziali.

II. Raccomandazione del CERS relativa ai rischi di liquidità e di leva finanziaria nei fondi di investimento**II.1 Raccomandazione A – Strumenti di gestione della liquidità per i rimborsi****II.1.1 Motivazione economica ed effetti desiderati****Raccomandazione A(1) – Disponibilità di ulteriori strumenti per la gestione della liquidità**

Il quadro regolamentare che disciplina la gestione della liquidità nei fondi di investimento nell'Unione va ampliato. Le disposizioni in materia di gestione della liquidità contenute nelle direttive 2009/65/CE e 2011/61/UE sono state generalmente adeguate in passato. Tuttavia, la perdurante crescita del settore dei fondi di investimento e l'aumento dell'attività di trasformazione della liquidità da esso svolta potrebbero nell'insieme determinare maggiori rischi per la stabilità finanziaria che devono essere affrontati.

Opportuni strumenti per la gestione della liquidità potrebbero temperare i disallineamenti di liquidità registrati dagli OICVM e dai FIA di tipo aperto, riducendo di conseguenza i rischi per la stabilità finanziaria in situazioni di tensione nei mercati. I disallineamenti di liquidità assumono particolare rilievo per i fondi aperti che offrono frequenti opportunità di rimborso ma investono in attività le quali, in determinati casi, non possono essere cedute rapidamente senza un impatto sostanziale sul loro prezzo di mercato. Molti fondi aperti, anche se non tutti, offrono rimborsi giornalieri. Ai sensi del disposto nelle direttive 2009/65/CE e 2011/61/UE, i gestori di fondi decidono la frequenza dei rimborsi (cfr. riquadro 1a). Esiste una serie di ulteriori strumenti per la gestione della liquidità (a-LMT) in grado di contribuire a mitigare i rischi di liquidità per i fondi aperti riducendo il vantaggio della prima mossa ⁽²⁾ in situazioni di tensione nei mercati (ex ante) e il verificarsi di una spirale di liquidità (ex post).

⁽¹⁾ CESR's *Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS*, 28 luglio 2010.

⁽²⁾ Per un approfondimento di questo concetto, cfr. la sezione II.1 dell'Allegato alla raccomandazione del Comitato europeo per il rischio sistemico del 20 dicembre 2012 relativa ai fondi comuni monetari (CERS/2012/1) (GU C 146 del 25.5.2013, pag. 1).

Gli strumenti ex ante possono essere utilizzati per mitigare il vantaggio della prima mossa e il rischio sistemico. In linea di principio, questi strumenti possono essere impiegati in condizioni di mercato sia normali sia di tensione. Lo scopo di strumenti ex ante quali lo swing pricing e i contributi anti-diluizione è il trattamento equo della clientela volto ad assicurare che gli investitori rimanenti non risultino svantaggiati dalle azioni di quelli uscenti. Ciò dovrebbe eliminare qualsiasi incentivo per gli investitori a richiedere il rimborso prima degli altri con l'obiettivo di beneficiare di costi inferiori. Nondimeno, un investitore deciso a liquidare la propria posizione nel fondo agirà in questo senso a prescindere dal costo connesso. Di conseguenza gli strumenti riducono solo il vantaggio della prima mossa, ma non necessariamente le pressioni in vendita nei mercati delle attività sottostanti.

Gli strumenti ex post permettono ai gestori di gestire la liquidità di un fondo di investimento controllando o limitando i deflussi. Questi strumenti sollevano di norma i gestori dall'obbligo di vendere attività immediatamente (a prezzi pari o inferiori a quelli di mercato) in risposta alle richieste di rimborso degli investitori. Essi possono pertanto operare in qualche misura come una sorta di interruttore automatico e mitigare l'innescò di una spirale di liquidità. Gli strumenti ex post sono generalmente utilizzati in condizioni di tensione nei mercati.

La disponibilità e l'implementazione di a-LMT per i fondi di investimento variano notevolmente nelle diverse giurisdizioni. Le direttive 2009/65/CE e 2011/61/UE consentono esplicitamente al gestore di un fondo o all'ANC di sospendere i rimborsi, ma non prevedono altri a-LMT. Esistono pertanto delle differenze in termini sia di disponibilità sia di procedure specifiche che disciplinano l'utilizzo di un a-LMT nelle diverse giurisdizioni. Un'indagine dello IOSCO ⁽¹⁾ e una condotta di recente dall'ESMA all'interno dell'Unione ⁽²⁾ mostrano che alcuni Stati membri prevedono una gamma di a-LMT, tra cui lo swing pricing e il contributo anti-diluizione, ma che la maggior parte dispone di un numero inferiore di strumenti.

Gli strumenti più comunemente disponibili negli Stati membri dell'Unione sono:

- commissioni di rimborso;
- soglie per la dilazione del rimborso (gate);
- rimborsi in natura;
- fondi istituiti per lo smobilizzo delle attività illiquide (side pocket);
- sospensione dei rimborsi.

L'unico strumento disponibile in tutte le giurisdizioni partecipanti è la sospensione dei rimborsi. Al secondo posto in ordine di diffusione figurano i rimborsi in natura, disponibili in 17 Stati membri.

In gran parte degli Stati membri i gestori di fondi sono gli unici responsabili dell'attivazione degli strumenti per la gestione della liquidità; le autorità di regolamentazione svolgono un ruolo solo minore nel processo e non possono attivare gli strumenti. I gestori di fondi non necessitano dell'autorizzazione del regolatore per attivare la maggioranza degli a-LMT. Solo tre Stati membri dell'Unione richiedono un'autorizzazione per alcuni strumenti e solo uno per l'utilizzo della facoltà di sospendere i rimborsi. Tuttavia gli strumenti per la gestione della liquidità e le circostanze nelle quali possono essere utilizzati devono di norma essere elencati negli atti costitutivi del fondo di investimento, per i quali è richiesta l'autorizzazione negli Stati membri dell'UE. Le autorità di regolamentazione non possono di norma attivare strumenti. L'eccezione generale a tale disposizione è costituita dalla sospensione dei rimborsi: essa può essere imposta dal regolatore se ciò è ritenuto nell'interesse pubblico che, presumibilmente, include altresì fattori di stabilità finanziaria. In una serie di giurisdizioni le ANC hanno il potere di attivare le soglie per la dilazione del rimborso.

La disponibilità degli strumenti è in alcuni casi limitata a determinate tipologie di fondi di investimento e/o a circostanze eccezionali. La possibilità di ricorrere a un a-LMT varia in condizioni normali. In alcuni Stati membri il ricorso a determinati strumenti è consentito in circostanze normali, generalmente a condizione che il loro possibile impiego sia stato precedentemente previsto nei documenti del fondo, mentre in altri è limitato a circostanze eccezionali. In tutti, la sospensione dei rimborsi è permessa solo in circostanze eccezionali.

⁽¹⁾ Tra i paesi oggetto dell'indagine condotta dallo IOSCO figurano sia Stati membri dell'Unione sia Stati membri non appartenenti alla stessa. Questo rapporto si focalizza sulle risposte degli 11 Stati membri dell'Unione partecipanti. Disponibile all'indirizzo: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD517.pdf>.

⁽²⁾ Per ulteriori informazioni, cfr. la tavola A1 nell'Appendice.

Gli orientamenti forniti dalle autorità di regolamentazione in merito all'utilizzo degli a-LMT sono eterogenei e diversi per ciascun singolo strumento. Per quanto concerne la sospensione dei rimborsi, non sempre è fissato un limite di tempo massimo per la sua applicazione e in tre Stati membri non vi sono orientamenti riguardo al suo utilizzo. Con riferimento agli altri a-LMT, è raro trovare definizioni formali anche se gli Stati membri ne hanno di solito una comprensione generale. In gran parte dei casi non vi sono disposizioni regolamentari specifiche nell'ordinamento nazionale né linee guida delle ANC in merito all'utilizzo degli strumenti.

L'FSB ha identificato i disallineamenti di liquidità come potenziali vulnerabilità strutturali per i fondi di investimento aperti e ha suggerito di rendere più ampiamente disponibili gli strumenti per la gestione del rischio di liquidità. La disponibilità di una serie eterogenea di strumenti per la gestione della liquidità ex ante ed ex post in tutti gli Stati membri migliorerebbe la capacità di reagire a situazioni di tensione dal lato della liquidità e ridurrebbe di conseguenza i rischi per la stabilità finanziaria. Le ANC e i gestori di fondi di investimento hanno altresì indicato, in risposta a una consultazione condotta dalla Commissione, che sarebbero favorevoli a una più ampia disponibilità di tali strumenti ⁽¹⁾.

Gli effetti transfrontalieri sottolineano la necessità di un quadro regolamentare più armonizzato. Poiché gli OICVM e i FIA spesso investono e operano su base transfrontaliera, l'impatto potenziale dei problemi di liquidità non è limitato alle giurisdizioni nelle quali sono domiciliati e i meccanismi di contagio potrebbero quindi contribuire a spirali di liquidità con effetti transfrontalieri. Di conseguenza, bisognerebbe rendere disponibile in tutta l'Unione un insieme omogeneo di strumenti per la gestione della liquidità. Ciò fornirebbe ai fondi di investimento una serie comune di a-LMT che i gestori dovrebbero valutare e, se del caso, includere negli atti costitutivi dei fondi stessi per attenuare i rischi di liquidità su base transfrontaliera. Tutti i FIA e gli OICVM dovrebbero normalmente prevedere nei propri atti costitutivi il potere di sospendere i rimborsi in condizioni di tensione nei mercati.

La raccomandazione è volta a semplificare l'attivazione degli strumenti per la gestione della liquidità, oltre che ad accrescere la disponibilità degli stessi. Il gestore di un fondo di investimento potrebbe essere restio a utilizzare determinati strumenti per la gestione del rischio di liquidità a causa di una serie di motivi, compresi timori reputazionali o meccanismi di contagio. L'attivazione di uno strumento potrebbe determinare effetti di secondo impatto su altri fondi del medesimo gestore e, in alcuni casi, persino su fondi gestiti da soggetti diversi ma aventi un'analoga concentrazione di portafoglio. Pertanto, l'inclusione di un a-LMT negli atti costitutivi di un fondo di investimento può non essere sufficiente a ridurre in modo efficace i rischi di liquidità connessi al fondo di investimento se il gestore è restio a utilizzarlo nella pratica. I gestori dovrebbero quindi assicurare che vi siano i meccanismi di pianificazione della capacità operativa e di emergenza necessari per l'attivazione tempestiva degli a-LMT. Il prospetto dei fondi di investimento o le informazioni precontrattuali comunicate agli investitori dovrebbero di conseguenza descrivere tutti gli a-LMT inclusi negli atti costitutivi, lo scopo degli stessi e le loro modalità di utilizzo. Ciò offrirà chiarezza e permetterà agli investitori di familiarizzare con strumenti che non sono utilizzati comunemente.

Lo scopo delle raccomandazioni è promuovere un approccio coerente all'utilizzo degli strumenti per la gestione della liquidità nei diversi Stati membri. Al fine di assicurare l'applicazione coerente di un a-LMT in tutti gli Stati membri, la proposta legislativa dovrebbe obbligare l'ESMA a sviluppare orientamenti generali sulle modalità di implementazione degli a-LMT nel processo di gestione della liquidità di un fondo di investimento e sui requisiti in materia di trasparenza e comunicazione che andrebbero previsti. Per meglio comprendere gli effetti di un a-LMT sulla stabilità finanziaria, il CERS dovrebbe collaborare con l'ESMA in ambito macroprudenziale. I gestori dei fondi dovrebbero informare le ANC in merito all'implementazione e all'utilizzo di un a-LMT. In modo da evitare segnalazioni onerose riguardanti gli a-LMT utilizzati regolarmente o costantemente, le comunicazioni dovrebbero riferirsi esclusivamente all'utilizzo degli strumenti in situazioni di tensione nei mercati.

Gli strumenti per la gestione della liquidità ex ante potrebbero essere utilizzati al fine di mitigare l'aumento e l'impatto dei rischi sistemici, mentre quelli ex post potrebbero essere attivati in condizioni di tensione nei mercati quando i fondi di investimento sono posti di fronte a deflussi considerevoli. Entrambe le tipologie di strumenti contribuirebbero quindi ad affrontare i rischi per la stabilità finanziaria derivanti dai disallineamenti di liquidità nei fondi di investimento. Si raccomanda quindi che siano ambedue disponibili a livello di Unione. Il riquadro 2 fornisce spiegazioni ulteriori in merito ai diversi strumenti, riconoscendo al tempo stesso che alcuni non saranno sempre adatti o necessari per tutti i tipi di fondi di investimento aperti.

⁽¹⁾ Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments, disponibile all'indirizzo: http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm.

Riquadro 2: Strumenti per la gestione della liquidità

Strumenti ex ante/ibridi ⁽¹⁾ per la gestione della liquidità ⁽²⁾

Lo swing pricing è volto a tutelare i partecipanti a un fondo di investimento dagli effetti di prezzo sfavorevoli provocati da operazioni effettuate da altri investitori. Esso può essere utilizzato al fine di adeguare il prezzo delle quote di un fondo di investimento per contribuire al costo delle operazioni del fondo risultanti dall'attività degli investitori ⁽³⁾. In pratica, il NAV del fondo di investimento è corretto al ribasso (al rialzo) quando si registrano forti deflussi (afflussi) e di conseguenza i costi di transazione sono sostenuti dagli investitori che acquistano o vendono quote invece che dagli altri. Tali variazioni di prezzo, se comprese dagli investitori, dovrebbero incentivarli ad adeguare il proprio comportamento in termini di rimborsi e sottoscrizioni in modo tale da contribuire alla stabilizzazione dei flussi netti del fondo. Lo swing pricing può essere applicato a tutte le operazioni di sottoscrizione e riscatto effettuate dagli investitori (swing pricing completo) oppure unicamente a quelle che superano una determinata soglia (swing pricing parziale). In caso di swing pricing parziale, quando i deflussi netti si collocano al di sopra (al di sotto) di una soglia predefinita il NAV del fondo di investimento viene corretto al ribasso (al rialzo). Le soglie possono essere variabili in modo da consentire l'adeguamento del meccanismo alle condizioni di mercato/liquidità e limitare quindi i comportamenti di ottimizzazione degli investitori (vale a dire, impedire agli investitori di anticipare il ricorso allo swing pricing e adottare azioni appropriate). In condizioni di swing pricing completo, il NAV viene adeguato costantemente a seconda che esistano afflussi o deflussi netti. Lo swing pricing è uno strumento che può influire in modo efficace sul comportamento degli investitori in materia di rimborsi e sottoscrizioni stabilizzando i rendimenti del fondo e riducendo la probabilità di un vantaggio della prima mossa e delle connesse vendite forzate. Nondimeno, gli investitori determinati a uscire da un fondo agiranno di conseguenza anche se questo comporta un costo derivante dal meccanismo di adeguamento dei prezzi. Poiché potrebbero esservi molteplici NAV, il ricorso a questo strumento potrebbe essere piuttosto complesso e costoso, nonché potenzialmente impraticabile per i fondi di investimento di piccole dimensioni.

Analogamente, i contributi anti-diluizione sono oneri aggiuntivi versati dagli investitori al fondo quando sottoscrivono o riscattano quote dello stesso. Le sottoscrizioni e i rimborsi di quote di un fondo di investimento possono incidere sul valore dello stesso. Ciò vale in particolare per il caso in cui le quote di un fondo di investimento non sono semplicemente trasferite tra acquirenti e venditori equilibrati fra di loro, ma vi è uno squilibrio tra acquirenti e venditori che impone al gestore di acquistare o vendere attività sottostanti. Ciò dà origine a commissioni sulle operazioni, imposte connesse e costi di liquidità che influiscono sul NAV del fondo di investimento provocando una diluizione. Un contributo anti-diluizione copre questi costi di negoziazione.

Lo swing pricing e i contributi anti-diluizione scoraggiano i comportamenti prociclici, anche se solo lo swing pricing incentiva i comportamenti anticiclici. A differenza di quanto avviene con lo swing pricing, con i contributi anti-diluizione gli investitori non sono incentivati ad agire in modo anticiclico (vale a dire, a effettuare sottoscrizioni in una fase di rimborsi) poiché non beneficiano del prezzo più favorevole di vendita o di rimborso creato dallo swing pricing. Né i contributi anti-diluizione né lo swing pricing generano costi aggiuntivi per il fondo di investimento; essi modificano unicamente le modalità di trasferimento dei costi agli investitori.

Strumenti ex post per la gestione della liquidità

Le soglie per la dilazione del rimborso (rimborsi differiti) ritardano temporaneamente i rimborsi. Una soglia per la dilazione del rimborso (gate) è un differimento temporaneo del diritto degli investitori di riscattare le proprie quote. Il differimento può essere integrale (gli investitori non possono ottenere il rimborso di nessuna quota) o parziale (gli investitori possono ottenere il rimborso solo di una determinata porzione delle loro quote). La soglia può essere altresì concepita in modo tale per cui, quando le richieste di rimborso superano un determinato livello (ad esempio, il 10 % del NAV per un fondo di investimento che consente contrattazioni su base giornaliera o settimanale), la società di gestione

⁽¹⁾ Poiché gli adeguamenti del NAV possono essere effettuati ex post, gli strumenti possono essere altresì considerati ibridi (vale a dire, implementati ex ante ma attivati ex post).

⁽²⁾ Un importante strumento ulteriore per la gestione della liquidità è costituito dalle prove di stress, le quali testano le prassi in materia di gestione della liquidità a fronte di eventi di stress significativi che potrebbero esporre i fondi a gravi problemi di liquidità. Esse non vengono affrontate in questa sede poiché sono oggetto di una raccomandazione specifica (cfr. Raccomandazione C).

⁽³⁾ Lo swing pricing è il meccanismo utilizzato dai fondi single price. I fondi con dual pricing dispongono di meccanismi analoghi che permettono al gestore di determinare in quale posizione intermedia tra il prezzo di emissione e quello di cancellazione delle quote deve essere fissato il prezzo dell'operazione per assicurare che il costo delle operazioni a valere sul fondo sia sostenuto dagli investitori entranti o uscenti come appropriato.

del fondo può decidere di rimandare qualunque richiesta al di sopra della soglia stessa al successivo periodo di negoziazione. In condizioni di tensione nei mercati, le soglie per la dilazione del rimborso offrono ai gestori dei fondi più tempo e flessibilità per reagire alle richieste di rimborso degli investitori e assicurare la vendita ordinata delle attività sottostanti. Questo può ridurre il rischio di vendite forzate.

I rimborsi in natura esimono il gestore di un fondo dalla necessità di liquidare ingenti quantitativi di attività in caso di richieste di rimborso elevate. Il gestore di un fondo può decidere di soddisfare una richiesta di rimborso trasferendo titoli, invece di contante, al detentore di quote che l'ha presentata. Poiché la vendita ad hoc di un ingente quantitativo di attività potrebbe produrre un impatto significativo sul mercato, i rimborsi in natura possono tutelare gli investitori rimanenti nel fondo dagli elevati costi di liquidazione che potrebbero altrimenti emergere. Potenzialmente adatto per gli ordini di rimborso degli investitori istituzionali, tale meccanismo risulta tuttavia generalmente meno adeguato per quelli degli investitori al dettaglio poiché il riscatto in natura di singole quote del fondo potrebbe essere impraticabile e potrebbe altresì comportare elevati costi operativi e reputazionali. Anche se gli investitori possono vendere le attività rimborsate in natura allo stesso modo dei gestori di fondi, a differenza di questi ultimi sarebbero obbligati a internalizzare i costi di tali vendite non potendo ripartirli fra tutti gli investitori nel fondo. L'impatto sul mercato (e di conseguenza sulla stabilità finanziaria) potrebbe tuttavia essere il medesimo a prescindere dal fatto che la vendita delle attività sottostanti sia stata effettuata dal fondo di investimento stesso o dagli investitori.

I fondi istituiti per lo smobilizzo delle attività illiquide (side pocket) consentono di separare gli investimenti illiquidi da quelli liquidi rimanenti del fondo di investimento. Tale approccio presenta due vantaggi. In primo luogo, gli investitori che necessitano di liquidità possono comunque monetizzare la parte liquida degli investimenti del fondo a un costo di liquidazione presumibilmente contenuto. In secondo luogo, l'approccio tutela gli interessi degli investitori che desiderano rimanere nel fondo di investimento poiché il gestore non è costretto a liquidare attività a prezzi pari o inferiori a quelli di mercato in presenza di livelli elevati di richieste di rimborso. I side pocket sono pertanto particolarmente adatti quando in un fondo coesistono investitori con interessi divergenti, vale a dire quando alcuni desiderano rimanere investiti nel fondo mentre altri vogliono riscattare le proprie quote. Le regole che disciplinano le circostanze nelle quali possono essere creati dei side pocket variano nella pratica da uno Stato membro all'altro.

Lo strumento del preavviso offre ai gestori di fondi ulteriore flessibilità per la gestione della loro liquidità. Per preavviso si intende l'anticipo con il quale l'investitore deve comunicare al gestore l'intenzione di riscattare il proprio investimento. Spesso già previsto negli atti costitutivi del fondo di investimento, questo strumento offre ai gestori del fondo più tempo per soddisfare le richieste di rimborso senza dover vendere immediatamente attività a sconto.

La sospensione dei rimborsi è uno strumento di ultima istanza durante una crisi di liquidità. Essa funge da interruttore automatico, offrendo al gestore più tempo per liquidare attività in modo ordinato in situazioni di difficoltà finanziarie. Invece di essere costretto a compiere decisioni affrettate e liquidare attività a qualunque prezzo, il gestore dispone di un tempo maggiore per individuare la soluzione ottimale. Questo tempo supplementare può inoltre consentire al gestore e alle autorità di vigilanza di meglio comunicare le ragioni delle tensioni agli investitori, il che potrebbe contribuire a evitare situazioni di panico. Di conseguenza, la sospensione dei rimborsi è generalmente considerata uno strumento importante per la gestione di richieste di rimborso elevate durante una crisi. Può tuttavia imporre costi elevati in termini di benessere agli investitori poiché impedisce loro di monetizzare gli investimenti. Esiste inoltre il timore che gli investitori sofisticati possano riuscire a prevedere una sospensione e tentare di riscattare le loro quote prima degli altri (in contrasto con l'obiettivo iniziale dello strumento, consistente nel mitigare i vantaggi della prima mossa) e che questo possa persino innescare episodi di fuga.

Raccomandazioni A(2) e A(3) – Disposizioni ulteriori in merito alle ANC e al ruolo dell'ESMA in relazione all'imposizione da parte delle ANC della sospensione dei rimborsi con implicazioni per la stabilità finanziaria a livello transfrontaliero.

La sospensione dei rimborsi è l'unico strumento disponibile in tutti gli Stati membri. In linea di principio, la sospensione dei rimborsi è una decisione che rientra in primo luogo e anzitutto tra le responsabilità e le competenze discrezionali del gestore del fondo (cfr. riquadro 2). Tuttavia, anche le ANC possono imporla sia agli OICVM sia ai FIA se ciò è nell'interesse dei detentori di quote o del pubblico.

Il gestore di un fondo potrebbe non ricorrere allo strumento della sospensione se non internalizza l'effetto che rimborsi elevati esercitano sulla stabilità del sistema finanziario. Un episodio di corsa ai rimborsi riguardante un singolo fondo di investimento può essere di per sé sufficiente a provocare un'ondata di panico generale tra gli investitori e ritiri su vasta scala da altri fondi. Di conseguenza, i fondi di investimento possono altresì trovarsi esposti a gravi tensioni di liquidità ed essere costretti a vendere quantitativi sostanziali di attività. Se le dimensioni dei fondi interessati sono consistenti rispetto a un mercato o settore, ne può conseguire un calo considerevole dei prezzi delle attività con l'innescarsi di una spirale discendente. Pertanto, la prevenzione degli episodi di corsa ai rimborsi e delle conseguenti vendite forzate su vasta scala riveste grande importanza per la stabilità finanziaria complessiva.

Il gestore di un fondo potrebbe non sospendere i rimborsi a causa di timori connessi al rischio reputazionale.

Uno degli ostacoli principali all'utilizzo della sospensione dei rimborsi è il potenziale impatto negativo sulla reputazione del gestore del fondo. Poiché la necessità di una sospensione potrebbe essere facilmente attribuita a una gestione inadeguata della liquidità da parte del gestore, può esservi una perdita durevole di fiducia nella professionalità dello stesso. È di conseguenza possibile che un gestore si astenga dal ricorrere a tale strumento anche quando questo sarebbe nell'interesse collettivo di tutti gli investitori nel fondo. In alcuni altri casi i gestori potrebbero altresì decidere di non imporre una sospensione ove ritengano che essa non sia nel migliore interesse di quanti hanno investito nei loro fondi. In questi casi, quando la sospensione non è utilizzata dai gestori ma è nondimeno giustificata da un punto di vista macroprudenziale, le ANC dovrebbero avvalersi del potere di imporla.

Il meccanismo di passaporto all'interno dell'Unione fa sì che occorra assegnare ruoli e responsabilità alle ANC in materia di imposizione delle sospensioni.

I regimi di passaporto consentono ai GEFIA e alle società di gestione di OICVM di commercializzare quote o azioni presso investitori di altri paesi all'interno dello Spazio economico europeo (SEE), oltre che di svolgere attività di gestione a livello transfrontaliero. Se un fondo di investimento è istituito in uno Stato membro e il GEFIA o la società di gestione dell'OICVM hanno sede in un altro, potrebbe non risultare chiaro quale ANC abbia la responsabilità di gestire la sospensione dei rimborsi o quando un'autorità debba intervenire esercitando i propri poteri di sospensione. L'assenza di responsabilità chiaramente assegnate potrebbe determinare reazioni insufficienti o ritardate in periodi di tensione o di rapido mutamento delle condizioni nei mercati. Responsabilità condivise e/o assegnate all'autorità meno informata potrebbero pertanto avere conseguenze negative indesiderate. Per evitarlo, si raccomanda alla Commissione di proporre che la normativa pertinente dell'Unione chiarisca i ruoli e le responsabilità delle ANC interessate.

Le altre autorità competenti, compresa l'ESMA e il CERS, dovrebbero essere informate prima che l'autorità responsabile eserciti il proprio potere di ordinare la sospensione dei rimborsi se vi sono implicazioni per la stabilità finanziaria a livello transfrontaliero.

Poiché il meccanismo di passaporto consente la commercializzazione dei fondi su base transfrontaliera all'interno del SEE, la decisione di ordinare la sospensione dei rimborsi potrebbe influire direttamente sugli investitori e i mercati di altre autorità competenti. L'adozione di una tale decisione nei confronti di un determinato fondo di investimento potrebbe pertanto avere conseguenze anche per i mercati finanziari e la fiducia degli investitori in altre giurisdizioni. Se le autorità competenti non sono informate, le reazioni di questi mercati potrebbero rappresentare una sorpresa e impedire l'adozione di misure regolamentari appropriate. Al fine di consentire la mitigazione dei rischi potenziali per la stabilità finanziaria, si raccomanda alla Commissione di proporre di includere nella normativa pertinente dell'Unione l'obbligo di fornire informazioni preliminari alle autorità competenti. Tale obbligo dovrebbe essere tuttavia formulato in modo tale da non impedire alle ANC di agire immediatamente in caso di crisi.

L'ESMA dovrebbe mirare a fornire consulenza e dovrebbe agevolare e coordinare le ANC nell'utilizzo delle loro competenze in materia di sospensione dei rimborsi ove vi siano implicazioni per la stabilità finanziaria su base transfrontaliera.

Tenendo conto delle caratteristiche nazionali, l'ESMA dovrebbe adottare un ruolo di coordinamento e di consulenza per offrire condizioni di parità alle ANC nell'utilizzo dei loro poteri di sospensione dei rimborsi con l'obiettivo di mitigare i rischi per la stabilità finanziaria. Nell'ambito di questa funzione di coordinamento, essa dovrebbe svolgere un ruolo di guida per quanto concerne gli aspetti pratici generali che le ANC devono considerare quando si avvalgono dei suddetti poteri. Inoltre, non esiste al momento una definizione omogenea e precisa di interesse pubblico. L'ESMA dovrebbe promuovere tra le ANC una comprensione comune di come le disposizioni pertinenti nelle direttive 2009/65/CE e 2011/61/UE si articolano con la stabilità finanziaria e i rischi sistemici, senza rendere prevedibile il comportamento delle autorità di regolamentazione e generare moral hazard. Tali disposizioni non solo agevoleranno un approccio più armonizzato alla sospensione dei rimborsi ma sosterranno altresì l'idea che quest'ultima debba diventare uno strumento funzionale per contribuire all'attenuazione dei rischi per la stabilità finanziaria.

II.1.2 Effetti indesiderati

Esiste il rischio che gli investitori istituzionali ben informati possano prevedere l'attivazione di un determinato strumento. Ciò potrebbe ridurre o contrastare l'efficacia dello strumento, poiché gli investitori tenterebbero di agire prima della sua attuazione effettiva. In determinate circostanze la previsione dell'attivazione di uno strumento potrebbe persino determinare scenari di corsa ai rimborsi, innescando di conseguenza una spirale di liquidità. Per tale motivo, gli orientamenti dovrebbero evitare qualunque tipo di automatismo e prescrittività.

Gli strumenti per la gestione della liquidità possono essere utili quando le condizioni di tensione nei mercati sono persistenti. A seconda delle circostanze di mercato, gli strumenti ex post potrebbero solo rimandare il problema di liquidità poiché differiscono unicamente i rimborsi per un periodo di tempo limitato (come avviene nel caso delle soglie per la dilazione del rimborso). Essi non eliminano il problema quando le condizioni di tensione dei mercati sono persistenti e non possono di conseguenza sostituire misure strutturali come quelle volte ad affrontare i disallineamenti eccessivi di liquidità.

II.2 Raccomandazione B – Ulteriori disposizioni volte a ridurre la probabilità di disallineamenti eccessivi di liquidità.

II.2.1 Motivazione economica ed effetti desiderati

I fondi di investimento che gestiscono attività intrinsecamente meno liquide non destano necessariamente timori per la stabilità finanziaria. L'offerta di accesso a molteplici classi di attività accresce l'efficienza del mercato poiché offre maggiori opportunità di investimento e migliora l'accesso al finanziamento per gli emittenti di tali attività.

Dal punto di vista della politica economica, permettere ai fondi di investire in classi di attività scambiate meno attivamente – quali ad esempio private equity, obbligazioni societarie prive di rating o prestiti – contribuisce altresì alla diversificazione della raccolta nell'economia. Questo coincide con l'aumento, tra gli investitori, della domanda di maggiori opportunità di investimento sullo sfondo del prolungato contesto di bassi rendimenti.

Emergono rischi per la stabilità finanziaria quando vi è un forte disallineamento tra la liquidità di queste attività e quella offerta agli investitori attraverso le politiche di rimborso dei fondi di investimento. Rispetto ai fondi che investono in attività liquide, per i quali solo un numero elevato di rimborsi avrebbe un impatto sui prezzi di mercato, l'obbligo (fatta salva la possibilità di sospensione del fondo) di vendere anche solo un quantitativo ridotto di attività meno liquide potrebbe rapidamente portare a notevoli amplificazioni dei cedimenti del mercato. La disponibilità di occasioni frequenti di rimborso è particolarmente problematica se induce gli investitori a sopravvalutare la liquidità delle attività detenute dai fondi nei quali hanno investito. Ciò potrebbe determinare vendite forzate da parte, ad esempio, degli investitori che fanno uso della leva finanziaria.

Un allineamento strutturale tra la politica di rimborso di un fondo di investimento aperto e il profilo di liquidità delle sue attività dovrebbe ridurre i rischi connessi alle vendite forzate. I gestori hanno varie possibilità quando investono massicciamente in attività meno liquide. Ad esempio, dal lato delle attività, la fissazione di limiti alla percentuale di attività meno liquide nelle quali un gestore può investire migliorerebbe la capacità di quest'ultimo di soddisfare le richieste di rimborso anche in condizioni di tensione nei mercati. La disponibilità di un quantitativo sufficiente di attività liquide ridurrebbe il vantaggio della prima mossa e il rischio di episodi di fuga degli investitori. Ciò consentirebbe di gestire i disallineamenti eccessivi di liquidità a livello di singolo fondo e al tempo stesso ridurrebbe l'entità delle vendite collettive e il rischio di vendite forzate. Infine, diminuirebbe la probabilità e la gravità di un evento sistemico.

Migliorando la capacità di un fondo di investimento di soddisfare le richieste di rimborso in condizioni di tensione nei mercati si riduce altresì la probabilità di una sospensione dei rimborsi. L'aumento della capacità di tenuta strutturale dei fondi di investimento eviterebbe il ricorso eccessivo a un a-LMT poiché una parte dei commenti dei mezzi di comunicazione si riferisce specificamente ai potenziali effetti indesiderati dello strumento stesso della sospensione ⁽¹⁾.

Dal lato delle passività, il gestore di un fondo di investimento potrebbe implementare politiche di rimborso e ridurre la frequenza dei rimborsi offerti e/o imporre un obbligo di preavviso agli investitori che desiderano uscire dal fondo. In caso di livelli anomali di deflussi, l'imposizione di restrizioni ai rimborsi offrirebbe più tempo al gestore per liquidare attività al fine di soddisfare le richieste di rimborso. Fornirebbe inoltre un tempo maggiore al mercato per trovare una soluzione ai timori sottostanti o ai timori per dissiparsi gradualmente in modo spontaneo (come è avvenuto per i fondi immobiliari britannici). In alcune circostanze, potrebbe consentire alle autorità di attuare forme di intervento generale che potrebbero contribuire ad alleviare le tensioni sottostanti immediate. Per quanto concerne lo strumento del preavviso, conoscere in anticipo il termine previsto offrirebbe agli investitori un livello di pianificazione delle loro posizioni di liquidità che non è consentito dalla sospensione dei rimborsi.

Tra i fondi di investimento, quelli immobiliari sono un esempio di tipologia che può presentare ampi disallineamenti di liquidità. I fondi immobiliari investono tipicamente in attività sottostanti meno liquide e sono soggetti a significativi disallineamenti di liquidità se hanno una struttura di tipo aperto. L'effetto congiunto di tali disallineamenti e del ricorso alla leva finanziaria potrebbe far emergere rischi sistemici. I primi a ritirare i propri investimenti possono beneficiare del vantaggio della prima mossa e innescare di conseguenza episodi di fuga, poiché questi fondi hanno a disposizione poche attività liquide per soddisfare le richieste di rimborso. A causa della leva finanziaria, dette richieste potrebbero costringere il gestore a vendere una parte maggiore del portafoglio e ciò avrebbe un impatto concomitante sui prezzi delle attività. A un dato momento, tali fondi potrebbero amplificare e diffondere i rischi nel resto del sistema finanziario ⁽²⁾. Nel caso dei fondi immobiliari britannici, le sospensioni hanno contribuito a evitare vendite diffuse e rapide di immobili commerciali (commercial real estate, CRE) all'indomani del referendum britannico sull'appartenenza all'Unione europea (cfr. riquadro 3). Tuttavia, come è stato indicato dalla Bank of England, permane una vulnerabilità sottostante che potrebbe emergere dai disallineamenti di liquidità tra le attività e le passività dei fondi di investimento. Shock futuri riguardanti il mercato degli immobili commerciali potrebbero innescare cicli di rimborsi, sospensioni e vendite a sconto.

⁽¹⁾ Per alcuni esempi di potenziali conseguenze indesiderate connesse ai recenti andamenti dei fondi immobiliari britannici, cfr. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brex-it-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds> o <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>, visualizzato a novembre 2017.

⁽²⁾ Bank of England, *Financial Stability Report*, novembre 2016.

Riquadro 3: fondi immobiliari – il caso britannico

Le caratteristiche dei fondi immobiliari variano all'interno dell'Unione. Questi fondi investono tipicamente in attività meno liquide quali immobili, diritti immobiliari e partecipazioni in società immobiliari. In alcune giurisdizioni possono essere istituiti unicamente in forma chiusa, nel qual caso gli investitori hanno la facoltà di riscattare le proprie quote solo in momenti prestabiliti e normalmente solo alla scadenza del fondo. In altre, le regole del fondo di investimento e la documentazione di offerta delle strutture di tipo aperto concedono agli investitori il diritto di richiedere il rimborso delle quote con una frequenza maggiore. Ciò può dare origine ad attività di trasformazione della liquidità su vasta scala, specialmente se il fondo offre rimborsi su base settimanale o giornaliera.

Un esempio dei timori connessi ai fondi immobiliari è stato osservato nel Regno Unito dopo il referendum del 23 giugno 2016 sull'appartenenza all'Unione europea. Tra luglio e dicembre 2016, una parte dei 19 organismi di investimento collettivo (OIC) ⁽¹⁾ britannici autorizzati a effettuare investimenti immobiliari diretti ha applicato qualche forma di misura speciale per la gestione della liquidità. Il mercato immobiliare britannico aveva registrato un calo delle valutazioni e dei rimborsi dai fondi di investimento per circa otto mesi prima del referendum e il voto a favore dell'uscita ha innescato un aumento delle richieste di rimborso da parte degli investitori. Circa 15 fondi di investimento che offrivano la possibilità di effettuare operazioni su base giornaliera hanno evidenziato rimborsi cumulati pari al 4,1 %, e in un caso all'8 %, del NAV. Al tempo stesso, dieci hanno effettuato correzioni basate sulla determinazione del prezzo al valore equo (fair value pricing, FVP) comprese fra il 4 % e il 15 %.

I fondi di investimento interessati hanno adottato approcci diversi all'utilizzo degli strumenti per la gestione della liquidità. Nella prima settimana di luglio sei fondi che consentivano operazioni su base giornaliera, con un patrimonio complessivo di circa 14,6 miliardi di sterline britanniche, hanno sospeso i rimborsi (tre di questi avevano anche applicato correzioni con il metodo FVP). Uno ha ripreso le contrattazioni applicando un aggiustamento anti-diluizione in modo da riflettere lo sconto richiesto per vendere rapidamente una serie di immobili. Gli altri sono rimasti sospesi fino a quando i rispettivi gestori hanno ritenuto che vi fosse sufficiente chiarezza in merito alle valutazioni delle attività. Le regole della Financial Conduct Authority (FCA) britannica richiedono ai gestori di rivedere la giustificazione di una sospensione almeno ogni 28 giorni, ma non stabiliscono un periodo massimo di mantenimento della sospensione.

La domanda di rimborsi ha iniziato a tornare su livelli normali a partire dalla metà di luglio. I fondi di investimento che avevano sospeso i rimborsi hanno ripreso gradualmente le contrattazioni e l'ultimo è tornato operativo a metà dicembre. I fondi che offrivano liquidità su base mensile o trimestrale non hanno registrato richieste di rimborso superiori alla norma o sono stati in grado di assicurare la disponibilità di contante e altre attività liquide in misura sufficiente a soddisfare la domanda.

Questo episodio ha influito su alcuni fondi di investimento unit-linked, ma non vi è stata diffusione del contagio ad altre classi di attività. La sospensione delle contrattazioni ha inciso su alcuni fondi di investimento unit-linked che avevano investito in OIC per ottenere un'esposizione al settore immobiliare come classe di attività. Di questi, 59 (con un patrimonio gestito totale di 2 miliardi di sterline) avevano investito negli OIC che avevano sospeso le contrattazioni. In alcuni casi ciò ha influito sulla loro capacità di onorare gli obblighi non contrattuali, anche in materia di riscatti o trasferimenti, anche se non vi sono stati effetti sull'erogazione delle prestazioni a scadenza o al decesso degli assicurati.

La Bank of England ha evidenziato i rischi di contagio nel suo *Financial Stability Report* di luglio 2016 ⁽²⁾. Tuttavia, la natura dell'evento di mercato ha ridotto il rischio di un potenziale impatto sistemico. Lo shock non ha costituito un evento creditizio diffuso, ma principalmente un evento specifico britannico riguardante i prezzi degli immobili. Inoltre, l'impatto dei rimborsi dai fondi di investimento che offrivano contrattazioni su base giornaliera è stato ben contenuto attraverso l'utilizzo degli strumenti già a disposizione dei fondi. In aggiunta, il valore dei fondi di investimento interessati era ridotto: in termini di patrimonio gestito, gli OIC immobiliari autorizzati rappresentavano circa il 2,7 % dei fondi di investimento aperti britannici (949,7 miliardi di sterline). I fondi di investimento di tipo aperto detengono in aggregato circa 35 miliardi di sterline in immobili commerciali, vale a dire meno del 10 % del mercato (683 miliardi di sterline).

⁽¹⁾ Questi fondi sono FIA ai sensi della direttiva 2011/61/UE ma sono autorizzati e disciplinati in base alla normativa britannica.

⁽²⁾ Bank of England, *Financial Stability Report*, luglio 2016.

Un altro esempio è costituito dai fondi obbligazionari che investono in titoli non investment grade o privi di rating, i quali possono presentare significativi disallineamenti di liquidità. A dicembre 2015 un grande fondo obbligazionario statunitense del comparto ad alto rendimento (high yield) ha annunciato la liquidazione del proprio portafoglio e la sospensione dei rimborsi. Il gestore aveva ritenuto che le richieste di riscatto, nel contesto della generale riduzione della liquidità nei mercati del reddito fisso, fossero tali da rendere impraticabile la raccolta di contante sufficiente a soddisfarle senza vendere attività a un prezzo scontato determinando uno svantaggio per gli investitori rimanenti. Ciò ha rappresentato una conseguenza della liquidità intrinsecamente bassa delle attività del fondo di investimento, composte ad esempio da obbligazioni societarie con un rating di CCC e inferiore o prive di rating (altrimenti note come distressed securities), assieme al basso livello di contante e altre disponibilità liquide.

Gran parte dei fondi di investimento nell'Unione non presenta ampi disallineamenti di liquidità. Si ritiene ad esempio che i fondi azionari siano impegnati in una limitata attività di trasformazione della liquidità⁽¹⁾ poiché la maggioranza delle azioni quotate è considerata liquida anche in condizioni di tensione. Analogamente, l'evidenza relativa ai fondi obbligazionari sembra indicativa di un trade-off tra liquidità e trasformazione delle scadenze⁽¹⁾. I fondi di investimento focalizzati sul debito societario meno liquido investono di norma in titoli con una scadenza inferiore alla media, mentre quelli concentrati su obbligazioni sovrane maggiormente liquide tendono a investire in attività a più lungo termine. Un fondo che investe in attività liquide a lunga scadenza è generalmente in grado di venderle in qualsiasi momento, mentre un fondo che investe in attività meno liquide a breve termine dovrebbe poter rinnovare il portafoglio frequentemente limitando di conseguenza la propria attività di trasformazione della liquidità⁽²⁾.

Per contro, i maggiori disallineamenti di scadenza si riscontrano nei FIA di tipo aperto che investono in attività intrinsecamente meno liquide. I fondi immobiliari costituiscono in particolare il 5 % dei fondi di investimento in Europa (658 miliardi di EUR) e per la maggior parte sono di tipo aperto ed esposti a disallineamenti di liquidità come riflesso nello *Shadow Banking Monitor* del CERS (tavole 1 e 2). Essi sono altresì cresciuti in importanza nel periodo recente: nei due anni fino al quarto trimestre del 2016 il patrimonio gestito da questo comparto è aumentato del 34 %, contro il 19 % del resto del settore dei fondi. Lo *Shadow Banking Monitor* del CERS mostra inoltre che gli hedge fund (436 miliardi di EUR) svolgono attività di trasformazione della liquidità, a seconda della loro strategia. Al confronto, i fondi che investono in prestiti (loan fund) costituiscono un comparto che sta ancora muovendo i primi passi (26 miliardi di EUR).

Tabella 1

Attività di trasformazione della liquidità per tipologia di fondo di investimento

Tipologia di fondo	Fondi obbligazionari	Hedge fund	Fondi immobiliari	ETF	Fondi di private equity
	●	●	●	●	○

Codice cromatico: ● = attività pronunciata; ● = attività media; ● = attività bassa; ○ = attività improbabile o non significativa

Tabella 2

Attività dei fondi di investimento dell'area dell'euro (migliaia di miliardi di EUR)

	dic-14	giu-15	dic-15	giu-16	dic-16	mar-17	apr-17
Fondi obbligazionari	3,06	3,31	3,19	3,32	3,36	3,51	3,54
Fondi azionari	2,55	2,89	2,82	2,70	2,95	3,15	3,17
Hedge fund	0,42	0,48	0,47	0,49	0,42	0,43	0,44
Fondi misti	2,24	2,57	2,64	2,71	2,81	2,93	2,97

⁽¹⁾ Cfr. CERS, *EU Shadow Banking Monitor*, n. 2, 2017.

⁽²⁾ Cfr. CERS, *EU Shadow Banking Monitor*, n. 1, 2016.

	dic-14	giu-15	dic-15	giu-16	dic-16	mar-17	apr-17
Fondi immobiliari	0,48	0,50	0,57	0,61	0,64	0,66	0,66
Totale	9,30	10,37	10,38	10,62	11,12	11,64	11,77

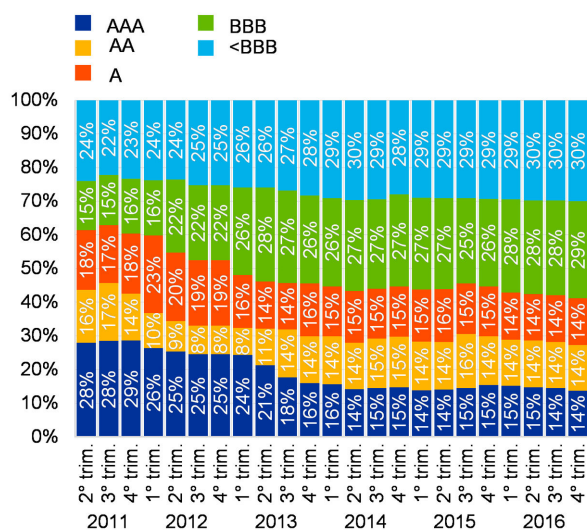
Negli ultimi anni è stato osservato che alcuni fondi obbligazionari dell'Unione costituiti anche come OICVM hanno effettuato riallocazioni di portafoglio a scapito di titoli di debito con rating superiore e in favore di strumenti con rating inferiore, risultando esposti a scadenze più lunghe e a un rischio di credito maggiore. In particolare, il segmento high yield rappresenta il 19 % delle attività nel settore dei fondi obbligazionari e in presenza di determinati fattori strutturali e ciclici di liquidità del mercato, come indicato in precedenza, non è da escludere che i fondi di investimento possano in definitiva risultare almeno temporaneamente esposti a disallineamenti di liquidità. Tuttavia, in assenza di statistiche armonizzate a livello di Unione, è difficile misurare la rilevanza di questa questione e il contributo potenziale degli OICVM ai rischi per la stabilità finanziaria (cfr. riquadro 4).

Riquadro 4: Esposizione potenziale degli OICVM ai disallineamenti di liquidità

Ai sensi della direttiva 2007/16/CE, gli OICVM devono investire principalmente in attività liquide. Tuttavia, alcune attività ammissibili potrebbero diventare meno liquide in condizioni di tensione nei mercati e questo li esporrebbe temporaneamente a disallineamenti di liquidità. Ciò vale in particolare per i fondi obbligazionari del comparto ad alto rendimento (high yield). A fronte di ciò, lo IOSCO ha di recente avviato una consultazione volta a verificare se i fondi, compresi gli OICVM, debbano disporre di ulteriori meccanismi per la gestione della liquidità ⁽¹⁾.

Fondi obbligazionari dell'Unione: rating medio delle attività del fondo

(percentuale delle attività totali; ultima osservazione: 4° trim. 2016)



Fonti: Thomson Reuters Lipper, ESMA e Standard & Poor's.

È stato generalmente osservato a partire dal 2009 che alcuni fondi obbligazionari dell'Unione hanno effettuato riallocazioni di portafoglio a scapito di titoli di debito con rating superiore e in favore di strumenti con rating inferiore, allungando al tempo stesso la durata finanziaria dei propri portafogli. Questa attività di ricomposizione degli investimenti ha rallentato negli ultimi anni, ma comporta ancora una maggiore esposizione di tali fondi alle variazioni dei rendimenti obbligazionari. Portafogli meno liquidi e minori disponibilità di contante potrebbero rendere più difficile per i fondi obbligazionari riequilibrare i portafogli a seguito di richieste di rimborsi elevate senza provocare effetti di propagazione nei mercati delle obbligazioni.

Nonostante l'evidenza di un'accresciuta assunzione di rischi sullo sfondo della minore liquidità nei mercati obbligazionari ⁽²⁾, la mancanza di informazioni granulari in merito alle attività (ad esempio in termini di liquidità) e alle passività degli OICVM rende impossibile una valutazione approfondita del rischio per la stabilità finanziaria. Per poter valutare la rilevanza di tale rischio occorre introdurre obblighi di segnalazione per le società di gestione di OICVM, come previsto dalla Raccomandazione D. Ciò comporta la raccolta e lo scambio di statistiche granulari e armonizzate. Se tuttavia vi sono evidenze analitiche del fatto che parti del settore dei fondi OICVM sono esposte a significativi disallineamenti di liquidità, potrebbe risultare necessario rivedere l'ambito di applicazione della Raccomandazione B per includere alcuni prodotti OICVM specifici.

⁽¹⁾ IOSCO, *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration*, rapporto di consultazione, luglio 2017.

⁽²⁾ *Shifting tides – market liquidity and market-making in fixed income instruments*, BRI, 2015.

Secondo l'FSB⁽¹⁾, le attività e le strategie di investimento di un fondo dovrebbero essere coerenti con i termini e le condizioni applicati ai rimborsi delle sue quote sia al momento della costituzione sia su base continuativa (per i fondi di investimento nuovi ed esistenti). In questo occorrerebbe tener conto delle aspettative in termini di liquidità delle attività e comportamento degli investitori in condizioni di mercato normali e tese.

Disposizioni aggiuntive in tale ambito sarebbero coerenti con il quadro in vigore ai sensi della direttiva 2011/61/UE, che già richiede l'allineamento della strategia di investimento, del profilo di liquidità e della politica di rimborso del fondo di investimento e definisce opportuni limiti per la gestione della liquidità e prove di stress. In particolare, nel quadro regolamentare vigente i GEFA dovrebbero poter dimostrare alle rispettive ANC l'esistenza di sistemi adeguati per la gestione della liquidità e di procedure efficaci. Tuttavia, sulla base di evidenze recenti il CERS ha osservato che alcuni FIA continuano a mostrare livelli elevati di attività di trasformazione della liquidità⁽²⁾. Pertanto, l'introduzione di questo obbligo di dimostrazione per i fondi che investono in attività meno liquide contribuirebbe al raggiungimento delle finalità della direttiva 2011/61/UE in quanto assicurerebbe un'attuazione più coerente della stessa. Con riferimento a tali fondi, ciò promuoverebbe il ricorso a misure specifiche quali l'utilizzo di limiti interni per le attività meno liquide.

Occorrerebbe evitare un'attività sostanziale di trasformazione della liquidità. Alcuni Stati membri hanno incorporato regimi ad hoc nei propri ordinamenti nazionali per stabilire le condizioni alle quali i FIA possono gestire attività considerate meno liquide quali immobili o prestiti. Secondo il parere dell'ESMA al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione⁽³⁾ i FIA che generano prestiti dovrebbero essere costituiti come veicoli di tipo chiuso senza diritti di rimborso delle quote su base periodica. Altre giurisdizioni hanno adottato misure strutturali per eliminare i rischi di vendite forzate posti da richieste di rimborso massicce. Ad esempio, quando una parte non trascurabile del portafoglio è illiquida si prevede la forma chiusa data la natura intrinseca delle attività detenute dall'OIC. L'opzione di richiedere il rimborso durante il ciclo di vita del FIA dovrebbe essere offerta dal gestore agli investitori solo se sono soddisfatte determinate condizioni. Ciò dovrebbe avvenire a intervalli fissi, come ad esempio stabilito dal regolamento (UE) 2015/760 del Parlamento europeo e del Consiglio⁽⁴⁾.

La presente raccomandazione suggerisce all'ESMA di definire un elenco delle attività intrinsecamente meno liquide. Non esiste al momento una definizione di attività liquide o meno liquide nei regolamenti (cfr. riquadro 5), anche se l'obiettivo non è proporre che tali attività siano definite bensì promuovere un approccio coerente all'attuazione delle citate disposizioni della direttiva 2011/61/UE. L'espressione «meno liquide» riconosce altresì il fatto che le attività sono raramente o mai del tutto illiquide.

In vista della necessità di coerenza tra i diversi settori, nella predisposizione dell'elenco l'ESMA dovrebbe consultarsi con l'Autorità bancaria europea (ABE) e l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA). La classificazione di un'attività come liquida o meno liquida da parte di un'autorità di regolamentazione invia un segnale agli operatori. Inoltre, in condizioni di tensione nei mercati il pool di acquirenti è generalmente lo stesso a prescindere dal soggetto (regolamentato, non regolamentato, bancario o non bancario) che vende l'attività. Risulta pertanto auspicabile assicurare coerenza negli approcci regolamentari⁽⁵⁾.

L'elenco di attività intrinsecamente meno liquide dovrebbe includere le attività che non possono essere monetizzate facilmente e rapidamente con una riduzione limitata di valore nei periodi di tensione nei mercati. L'analisi della liquidità di un'attività dovrebbe tenere conto tra l'altro del tempo richiesto per liquidarla in condizioni di tensione nei mercati senza dover accettare un forte sconto. Nella compilazione del suddetto elenco l'ESMA dovrebbe in particolare considerare gli immobili, i titoli non quotati (comprese le azioni di società non quotate), i prestiti e le altre attività alternative. Le attività che, in condizioni di mercato normali, possono essere vendute senza dover accettare un forte sconto non dovrebbero essere incluse poiché la presente raccomandazione è volta ad affrontare i problemi strutturali creati dalle attività intrinsecamente meno liquide.

⁽¹⁾ FSB, *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, gennaio 2017.

⁽²⁾ CERS, *EU Shadow Banking Monitor*, novembre 2017.

⁽³⁾ ESMA, *Key principles for a European framework on loan origination by funds*, aprile 2016.

⁽⁴⁾ Regolamento (UE) 2015/760 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 29 aprile 2015, relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine (GU L 123 del 19.5.2015, pag. 98).

⁽⁵⁾ L'esigenza di cooperazione tra le autorità di regolamentazione in tali materie sembra generalmente riconosciuta, ad esempio negli articoli 46, paragrafo 3, e 11, paragrafo 15, del regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (GU L 201 del 27.7.2012, pag. 1), in cui si stabiliscono tecniche di attenuazione dei rischi per i contratti derivati OTC non compensati mediante controparte centrale.

Il gestore di un fondo di investimento che offre un'esposizione ad attività meno liquide può avere accesso a disposizioni che ha la facoltà di introdurre per far fronte al rischio di liquidità⁽¹⁾. In tali casi il gestore dovrebbe dimostrare alle autorità competenti, sia al momento della costituzione del fondo sia su base continuativa (vale a dire durante il processo di approvazione e dopo l'ottenimento della stessa per i fondi sottoposti a una procedura di approvazione), di essere in grado di seguire la propria strategia di investimento in qualunque condizione di mercato prevedibile. Tenuto conto di tutte le norme applicabili al fondo e in linea con la propria politica di investimento, il gestore ha vari modi per assicurare la coerenza tra la propria strategia di investimento e il profilo di rimborso del fondo sia durante la fase di definizione delle caratteristiche del fondo sia su base regolare⁽¹⁾. Tra questi figurano:

- tipologia di veicolo, che può essere ad esempio un fondo di investimento di tipo chiuso oppure un fondo di investimento europeo a lungo termine (European long-term investment fund, ELTIF),
- politiche di rimborso,
- politica di investimento in termini di limiti interni per le attività incluse nell'elenco, riserva di attivi liquidi, diversificazione (esposizioni o controparti) e limiti alle dimensioni del fondo in rapporto al mercato sottostante,
- implementazione di un a-LMT,
- processi per la gestione del rischio di liquidità comprendenti ad esempio la definizione di soglie pertinenti, la classificazione delle attività in categorie di liquidità, il monitoraggio della concentrazione degli investitori e i profili di rimborso attesi.

Informazioni sul ricorso a limiti interni dovrebbero in particolare essere comunicate alle ANC in sede di costituzione del fondo, notificate successivamente in caso di variazione dei limiti e altresì rese disponibili su richiesta delle autorità di vigilanza. Occorrerebbe inoltre assicurare la comunicazione agli investitori sulla base di orientamenti che dovrebbero essere sviluppati dall'ESMA.

In alcuni casi potrebbe risultare indebitamente oneroso per un gestore dimostrare la capacità di attenersi alla strategia di investimento del proprio fondo, in particolare se quest'ultimo è di piccole dimensioni. Pertanto, bisognerebbe lasciare alle ANC un certo grado di discrezionalità nella definizione di un meccanismo che consenta ai GEFIA di dar prova della capacità di rispettare la strategia di investimento dei propri fondi. La valutazione dell'ANC potrebbe ad esempio tenere conto dei risultati delle prove di stress.

Non esiste nella legislazione dell'Unione una definizione univoca di «liquidità» del mercato sulla cui base compilare un elenco delle attività meno liquide. Ciascun atto normativo affronta la questione della liquidità in modo diverso a seconda del suo scopo (cfr. riquadro 5). Un esempio degli approcci seguiti a livello nazionale è fornito dal documento di consultazione della Financial Conduct Authority (FCA) britannica sulle attività illiquide e i fondi di investimento di tipo aperto⁽²⁾, che identifica una serie di caratteristiche comuni alle attività illiquide:

- non sono scambiate in un mercato organizzato,
- può esservi uno squilibrio significativo tra offerta e domanda,
- è probabile che sia necessario del tempo prima che l'acquirente e il venditore concordino il prezzo e le altre condizioni dell'operazione,
- la valutazione dell'attività è un processo complesso,
- le attività fisiche sono di norma acquistate e vendute nella loro interezza,
- per i suddetti fattori, e a causa di altre complicazioni possibili quali le limitazioni al libero trasferimento della proprietà, le operazioni richiedono spesso molto tempo prima di essere concluse.

Riquadro 5: La liquidità nella legislazione dell'Unione

La direttiva 2007/16/CE con riferimento alle attività ammissibili richiede agli OICVM di investire principalmente in attività liquide e stabilisce regole specifiche per l'ammissibilità dei valori mobiliari, degli strumenti del mercato monetario e dei derivati. In generale, i valori mobiliari e gli strumenti del mercato monetario possono essere considerati liquidi se sono ammessi o negoziati su un mercato regolamentato. Le attività meno liquide non vengono definite in modo esplicito ma sono considerate investimenti non ammissibili ai sensi della direttiva 2009/65/CE. Questo vale in particolare per le materie prime fisiche e le attività immobiliari.

⁽¹⁾ IOSCO, *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration*, rapporto di consultazione, luglio 2017.

⁽²⁾ Financial Conduct Authority, *Illiquid assets and open-ended investment funds*, Discussion Paper (DP 17/1), febbraio 2017.

Il concetto di liquidità è richiamato in vari altri atti giuridici dell'Unione, come indicato nell'elenco qui di seguito.

- Il regolamento (UE) n. 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio ⁽¹⁾ stabilisce che i depositari centrali di titoli (central securities depositories, CSD) devono investire in contanti o in strumenti finanziari altamente liquidi con un rischio di mercato e di credito minimi. Tuttavia, esso non definisce in modo esplicito la liquidità e raccomanda invece all'ESMA, all'ABE e al Sistema europeo di banche centrali (SEBC) di elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione (regulatory technical standards, RTS) per specificare gli strumenti finanziari che possono essere considerati altamente liquidi.
- Il regolamento (UE) 2017/1131 del Parlamento europeo e del Consiglio ⁽²⁾ sui fondi comuni monetari include soglie di liquidità per le attività che si può ritenere forniscano liquidità giornaliera e settimanale, anche se non definisce in modo esplicito il concetto di liquidità. Esso si basa sulla logica che una data di scadenza ravvicinata delle attività contribuisce ad assicurare il rimborso degli investitori.
- La direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio ⁽³⁾ include una trattazione della metodologia utilizzata per calcolare la liquidità di attività diverse dagli strumenti di capitale, quali le obbligazioni. L'ESMA considera due metodi alternativi per il calcolo della liquidità, vale a dire l'approccio strumento per strumento (instrument-by-instrument approach, IBIA) e quello per categorie di strumenti finanziari (categories of financial instruments approach, COFIA), e nella propria RTS per il calcolo della liquidità delle obbligazioni ha in definitiva optato per l'IBIA.
- Il regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio ⁽⁴⁾ definisce le attività liquide ai fini delle riserve di liquidità degli enti creditizi come le uniche attività liberamente trasferibili che possono essere rapidamente monetizzate nei mercati privati senza una significativa perdita di valore. Esso distingue tra le attività con liquidità e qualità creditizia elevatissime (attività di livello 1) e quelle con liquidità e qualità creditizia elevate (attività di livello 2). Le prime includono il contante, i depositi presso la banca centrale, i titoli emessi o garantiti da governi dell'Unione e le obbligazioni garantite che soddisfano determinate condizioni. Le seconde comprendono i titoli emessi da enti pubblici e i titoli di Stato di paesi terzi, oltre che le obbligazioni garantite e societarie sulla base della loro qualità creditizia. Includono altresì le cartolarizzazioni di qualità elevata e le azioni che figurano in un indice di borsa importante.

L'approccio seguito dalla Securities and Exchange Commission (SEC) statunitense può fornire un'utile base per lo sviluppo di una metodologia dell'Unione per la valutazione della liquidità e la creazione di un elenco delle attività meno liquide. La SEC definisce l'«illiquidità» delle attività detenute non in termini assoluti ma tenendo conto anche del fattore dimensionale (ad esempio, del portafoglio di attività del fondo di investimento). Cfr. il riquadro 6.

Riquadro 6: L'indice composito di liquidità della SEC

La SEC ha affrontato la questione della liquidità in una disposizione recente ⁽⁵⁾ che introduce modifiche alla comunicazione del rischio di liquidità da parte dei fondi di investimento di tipo aperto. La disposizione presenta un nuovo modello di classificazione che identifica la liquidità di un investimento sulla base del numero di giorni entro il quale quest'ultimo può essere monetizzato senza modificarne in misura significativa il valore di mercato. Più nello specifico, secondo la SEC la classificazione di un investimento come illiquido implica che il fondo non possa ragionevolmente attendersi di venderlo entro sette giorni di calendario senza produrre un impatto significativo sul valore di mercato dello stesso. La SEC richiede inoltre che, per determinare se un investimento è liquido oppure illiquido, i fondi tengano conto della sua entità e dello spessore del suo mercato di negoziazione.

La disposizione della SEC impone ai gestori di valutare e rivedere il loro rischio di liquidità almeno una volta all'anno sulla base di una serie di fattori: strategia, flussi di cassa, disponibilità di cassa e considerazioni connesse agli exchange traded fund (ETF). La motivazione di questo processo di riesame risiede nel fatto che, a giudizio della SEC, una soluzione formalistica potrebbe determinare una valutazione della liquidità che non riflette realmente la capacità del fondo di vendere il proprio portafoglio in toto o in parte per soddisfare le richieste di rimborso senza incidere sul mercato.

⁽¹⁾ Regolamento (UE) n. 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 luglio 2014, relativo al miglioramento del regolamento titoli nell'Unione europea e ai depositari centrali di titoli e recante modifica delle direttive 98/26/CE e 2014/65/UE e del regolamento (UE) n. 236/2012 (GU L 257 del 28.8.2014, pag. 1).

⁽²⁾ Regolamento (UE) 2017/1131 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, sui fondi comuni monetari (GU L 169 del 30.6.2017, pag. 8).

⁽³⁾ 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 (GU L 173, del 12.6.2014, pag. 349).

⁽⁴⁾ Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il Regolamento (UE) n. 648/2012 (GU L 176 del 27.6.2013, pag. 1).

⁽⁵⁾ <https://www.sec.gov/rules/final/2016/33-10233.pdf>

La SEC stabilisce altresì che i fondi di investimento tengano conto di «considerazioni di mercato, di negoziazione e specifiche dell'investimento» al momento di classificare la liquidità degli investimenti in portafoglio, anche se non fornisce alcun dettaglio in merito a tali aspetti.

La frequenza di negoziazione, per esempio, è generalmente bassa per alcuni strumenti a reddito fisso. Tuttavia, ciò non sarebbe necessariamente indicativo del fatto che lo strumento è illiquido e un fondo di investimento potrebbe essere comunque in grado di venderlo con ragionevole rapidità. Stime più attendibili possono essere ottenute valutando la serie di metriche proposte dalla SEC ⁽¹⁾. Un indice composito di liquidità di questo tipo potrebbe includere fattori basati sulle proprietà del titolo in termini di attività, mercato e portafoglio, come specificato nel dettaglio qui di seguito.

- I fattori connessi alle attività si basano sulla struttura delle attività. Più un titolo è difficile da valutare, e meno si conforma agli standard, più tende ad essere illiquido. Inoltre, per i prodotti a reddito fisso, la liquidità può essere influenzata da caratteristiche quali la scadenza, il rating e la data di emissione.
- I fattori di mercato riguardano il mercato primario e quello secondario di un'attività. Di norma un titolo è generalmente tanto meno illiquido quanto più numerosi sono i mercati nei quali può essere negoziato. Tra i fattori connessi alla qualità del mercato figurano altresì il numero, l'eterogeneità e la qualità degli operatori nei mercati in questione. Essi possono riguardare anche i costi di negoziazione in questi mercati e dipendono dai costi di liquidazione che potrebbero essere associati all'operatività in paesi e valute differenti.
- I fattori connessi alle contrattazioni sono misurazioni relative al prezzo e al volume degli scambi di un titolo. I differenziali denaro-lettera, assieme al volume e alla frequenza delle contrattazioni, possono essere utilizzati per misurare la potenziale illiquidità. I dati storici sui volumi possono ad esempio fornire una stima del volume massimo utilizzabile per valutare l'impatto di un'operazione sul mercato.
- I fattori di portafoglio sono misurazioni specifiche del portafoglio. I fondi di investimento dovrebbero considerare le dimensioni della loro posizione in rapporto al volume giornaliero di scambi e alle consistenze. Tuttavia, dovrebbero anche tenere conto delle relazioni delle attività con le altre attività in portafoglio (ad esempio, i derivati). Infine, l'illiquidità può essere altresì connessa al raggruppamento delle posizioni in portafoglio: questo potrebbe costituire una fonte di illiquidità se tutte le attività detenute dal fondo di investimento sono molto simili tra di loro e sono negoziate sullo stesso mercato.

Poiché l'approccio della SEC può fornire un'utile base su cui fondare una futura articolazione europea del concetto di illiquidità, potrebbe essere auspicabile allinearvi strettamente l'approccio dell'Unione. Dal punto di vista delle politiche, l'allineamento offrirebbe un vantaggio ulteriore: infatti, quadri di riferimento sostanzialmente simili nell'Unione e negli Stati Uniti costituirebbero un efficace standard mondiale da utilizzare nella valutazione dell'illiquidità nei fondi di investimento.

II.2.2 Effetti indesiderati

Dal lato delle attività, i gestori che implementano limiti interni non eliminerebbero completamente il vantaggio della prima mossa. Chi disinveste in fase precoce potrebbe comunque volere attività liquide per evitare di trovarsi intrappolato in un fondo di investimento illiquido. Tuttavia, nella misura in cui la disponibilità di attività liquide accresce la fiducia nella capacità del fondo di investimento di soddisfare le richieste di rimborso, il rischio di fuga degli investitori dovrebbe risultare complessivamente ridotto.

L'adozione di un limite interno potrebbe ridurre inutilmente la capacità del gestore del fondo di utilizzare le attività liquide disponibili per soddisfare le richieste di rimborso. Questo avviene ad esempio quando il gestore non può usare attività liquide senza superare il limite interno. È tuttavia possibile specificare la rilevanza di tale aspetto. Nel contesto della direttiva 2011/61/UE, il superamento di un limite può non richiedere di per sé l'intervento del GEFIA poiché ciò dipenderebbe dai fatti e dalle circostanze oltre che dai margini di tolleranza fissati dal GEFIA stesso. Essi determinano l'attivazione di un processo di monitoraggio continuo o di azioni correttive a seconda delle circostanze.

⁽¹⁾ Il documento della SEC elenca nove fattori per la classificazione delle posizioni di portafoglio in una particolare categoria di attività.

Nello scenario più sfavorevole l'aggiunta di un'attività all'elenco potrebbe agire in senso prociclico, innescando la vendita dell'attività e provocando il crollo del prezzo. Il gestore potrebbe dover vendere l'attività per rispettare i nuovi limiti interni o potrebbe anticipare una reazione negativa degli investitori, provocando di conseguenza proprio il problema che l'elenco avrebbe dovuto mitigare. Analogamente, la stigmatizzazione di un'attività per la sua scarsa liquidità potrebbe indurre alcuni fondi di investimento a non aggiungerla al proprio portafoglio e questo potrebbe avere delle ripercussioni sul funzionamento dei mercati finanziari. Per i suddetti motivi l'elenco dovrebbe includere solo le attività che sono «intrinsecamente» meno liquide, una caratteristica che avrebbe dovuto essere già stata identificata dagli operatori. Inoltre, chi investe in attività «intrinsecamente» meno liquide si attende già dai gestori una politica di investimento coerente con la politica di rimborso come previsto dalla direttiva 2011/61/UE. Infine, quando un'attività viene aggiunta all'elenco si rendono necessarie disposizioni transitorie volte a concedere al gestore del tempo per ottemperare ed evitare vendite forzate.

Dal lato delle passività, la riduzione della frequenza dei rimborsi accresce verosimilmente il volume delle contrattazioni e questo potrebbe incidere sui prezzi in condizioni di tensione nei mercati. Invece di registrare deflussi periodici, il fondo accumulerebbe molteplici ordini da eseguire allo stesso tempo. Una possibilità consisterebbe nell'introduzione di periodi di preavviso⁽¹⁾ che riflettano il tempo ritenuto necessario per cedere le attività sottostanti. Un'altra opzione sarebbe rappresentata dal ricorso a un sistema di accodamento, in virtù del quale non vi sarebbe l'obbligo di effettuare i rimborsi alla prima data di valutazione successiva all'accettazione da parte del gestore. Quest'ultimo sarebbe pertanto in grado di calcolare con un anticipo ancora maggiore la liquidità necessaria per soddisfare le richieste di rimborso e potrebbe iniziare a vendere investimenti nella misura necessaria. Ciò potrebbe ridurre il rischio di esecuzione delle operazioni a prezzi molto bassi.

Infine, occorrerebbe riconoscere il rischio di arbitraggio regolamentare. Esiste un rischio: 1) per i FIA non regolamentati esclusi dall'ambito di applicazione della Raccomandazione; 2) se un gestore registra un fondo di investimento come OICVM con l'obiettivo di effettuare un investimento rilevante in un'attività elencata tra quelle intrinsecamente meno liquide, sempre che tale attività sia considerata ammissibile per gli OICVM. Tuttavia, nel secondo scenario il fondo sarebbe di conseguenza sottoposto alle disposizioni della direttiva 2009/65/CE che per alcuni versi sono più rigide di quelle della direttiva 2011/61/UE e questo riduce l'incentivo a scegliere la forma dell'OICVM per evitare le limitazioni che si applicano ai FIA.

II.3 Raccomandazione C – Prove di stress

II.3.1 Motivazione economica ed effetti desiderati

Le prove di stress microprudenziali sono volte a migliorare la gestione del rischio e del portafoglio a livello di fondo di investimento e di gestore. Tali prove simulano condizioni economiche e finanziarie estreme o sfavorevoli, ma plausibili, al fine di studiarne le conseguenze sia per la performance sia per la capacità di un fondo di onorare le richieste di rimborso anche a un NAV scontato. Esse forniscono analisi di scenario grazie alle quali è possibile comprendere meglio i rischi derivanti da potenziali variazioni delle condizioni di mercato che potrebbero esercitare un impatto negativo sui portafogli gestiti. In condizioni di mercato normali, le prove di stress individuano le debolezze potenziali dei prodotti/delle strategie di investimento e aiutano le società di gestione ad adeguare la gestione del rischio di portafoglio e a prepararsi operativamente per una crisi. Nei periodi di crisi favoriscono l'aggiustamento alle condizioni specifiche della crisi, la gestione della stessa e le segnalazioni all'autorità di risoluzione. In questo senso, sono strumenti per la gestione del rischio e l'assunzione di decisioni.

I fondi di investimento hanno caratteristiche diverse, che nel loro insieme influiscono sul rischio di liquidità del singolo fondo e quindi sulla definizione di una prova di stress significativa a livello di fondo. Il lato delle attività di un fondo è caratterizzato ad esempio da: mercati e strumenti principali, strategia e orizzonte temporale di investimento, focalizzazione geografica, concentrazione del portafoglio, rotazione del portafoglio e dimensioni tipiche delle operazioni. Il lato delle passività è contraddistinto dalla base di investitori (al dettaglio, istituzionali, o una combinazione di entrambi), composta da soggetti con caratteristiche individuali in termini di struttura di portafoglio, fabbisogno di liquidità e potenzialmente anche requisiti normativi (banche, compagnie di assicurazione e fondi pensione), i quali evidenzieranno quindi comportamenti di investimento propri. In un fondo di investimento la concentrazione per tipologia di investitori assume una rilevanza particolare poiché, se alta, potrebbe determinare elevate richieste di rimborso contemporanee.

⁽¹⁾ Va rilevato che il ricorso al preavviso presenta difficoltà sul piano pratico dovute al tempo che intercorre tra un ordine e la sua esecuzione. In particolare, i fondi che riproducono un benchmark sarebbero incentivati a eseguire le operazioni il più possibile a ridosso della fine del periodo di preavviso per massimizzare i loro risultati anche se questo esercita un impatto negativo sul mercato.

Data l'eterogeneità dei fondi di investimento, non vi sono prescrizioni obbligatorie per gli scenari da utilizzare nelle prove di stress. Pertanto i parametri, l'ambito di applicazione, la frequenza e la sofisticazione delle prove di stress sono al momento diversi all'interno del settore. Esistono tuttavia alcuni approcci significativi consolidati che coprono entrambi i lati del bilancio. Le prove di stress per il lato delle passività di un fondo di investimento sono simulazioni di rimborsi. Esse sono di norma calibrate sulla base di un'analisi di stabilità delle passività, che a sua volta dipende dalla tipologia di investitori e dalla concentrazione delle passività. Le simulazioni potrebbero includere scenari di rimborso storici o ipotetici, rimborsi degli investitori maggiori, rimborsi di livello pari ai massimi storici e un'analisi delle tendenze di mercato e dei gruppi di pari. Le prove di stress dovrebbero riguardare anche il lato delle attività di un fondo di investimento, simulando cioè la liquidità delle attività del fondo in condizioni di mercato diverse. Tale simulazione considera la capacità del fondo di investimento di vendere attività senza che vi sia un impatto considerevole sul prezzo. Tra gli scenari considerati potrebbe figurare una riduzione dei volumi di contrattazione per determinati strumenti o segmenti di mercato (le perdite sostenute dopo un aumento dei differenziali denaro-lettera), stime della liquidazione massima possibile in una giornata oppure stime del tempo di liquidazione basato sulla scomposizione delle attività del fondo (ad esempio in termini di categorie di liquidità) e dovrebbero altresì tenere conto dell'interazione tra il rischio di mercato e il rischio di liquidità per le attività in questione.

Orientamenti relativi alle singole prassi in materia di prove di stress dovrebbero ridurre il rischio di liquidità a livello sia di fondo di investimento sia di sistema e rafforzare la capacità dei soggetti di gestire la liquidità nell'interesse degli investitori, il che comprende la riduzione dei periodi in cui pervengono richieste di rimborso inattese. Le prove di stress sono strumenti che sostengono l'analisi dei punti di forza delle strategie già attuate. Esse dovrebbero individuare i punti di debolezza di una strategia di investimento e preparare il fondo ad affrontare le crisi. Se utilizzate correttamente come strumento per la gestione del rischio e l'assunzione di decisioni, dovrebbero ridurre il rischio di liquidità a livello di fondo di investimento e di conseguenza contribuire alla sua diminuzione a livello di sistema.

Gli orientamenti dovrebbero affrontare le carenze delle procedure utilizzate per le prove di stress, come evidenziato dall'indagine del CERS sulle prassi in materia. Seguendo gli orientamenti forniti dall'ESMA, i soggetti dovrebbero comprendere il livello minimo dei requisiti in materia di prove di stress e affrontare le carenze connesse all'applicazione di scarti di garanzia eccessivamente ridotti, alla frequenza delle prove e alla definizione degli scenari, oltre che a un utilizzo semplicistico dei dati storici. Gli orientamenti indicano che la frequenza e la definizione delle prove di stress dovrebbero essere determinati da caratteristiche specifiche a livello sia di fondo di investimento sia di impresa. Inoltre essi sono intesi a far sì che le imprese, nel definire gli scenari da includere nelle prove di stress, siano obbligate a utilizzare un livello di gravità quantomeno pari a quello che hanno la probabilità di incontrare nel mercato. Infine, data l'eterogeneità del settore dei fondi di investimento, la complessità delle prove di stress dovrebbe essere allineata con il profilo specifico del fondo in termini di rischio e di rimborsi, senza cercare un'eccessiva conformità negli scenari da includere nelle prove. Gli orientamenti dovrebbero contribuire ad accrescere l'accuratezza e l'adeguatezza delle prove di stress a livello di fondo di investimento, riducendo i dubbi in termini di entità del rischio a livello di sistema.

La Raccomandazione C è in linea con l'obbligo per l'ESMA di emanare orientamenti in materia di prove di stress riguardanti gli FCM di cui al regolamento (UE) 2017/1131. Tale regolamento impone all'ESMA di fornire orientamenti in merito ai parametri di riferimento comuni per gli scenari da includere nelle prove di stress

I gestori devono condurre periodicamente delle prove di stress sui fondi di investimento da essi gestiti. Le prove di stress sono un obbligo per gli OICVM e i FIA, tranne nei casi in cui il FIA è un fondo chiuso che non ricorre alla leva finanziaria o in cui ciò non è considerato appropriato per gli OICVM (articolo 40, paragrafo 3, della direttiva 2010/43/UE; articolo 16, paragrafo 1, della direttiva 2011/61/UE; articolo 48 del regolamento delegato (UE) n. 231/2013). Per entrambe le tipologie di fondo, tali prove permettono ai gestori di valutare il rischio di liquidità in condizioni di liquidità sia normali sia eccezionali. Nel quadro per le segnalazioni stabilito dalla direttiva 2011/61/UE, i risultati delle prove di stress devono essere comunicati all'ANC e queste informazioni devono essere messe a disposizione dell'ESMA e del CERS. Il regolamento (UE) 2017/1131 introduce obblighi dettagliati in materia di prove di stress per gli FCM, che potrebbero essere utili anche per altre tipologie di fondi di investimento.

Gli obblighi in materia di prove di stress sono meno dettagliati per gli OICVM che per i FIA. Ciò riflette le diverse caratteristiche degli OICVM dal lato sia delle attività sia delle passività (vale a dire le definizioni di attività ammissibili, che dovrebbero essere liquide, e una base di investitori principalmente al dettaglio) e i diversi requisiti normativi.

Ai FIA si applicano per contro disposizioni più particolareggiate, conformemente al regolamento delegato (UE) n. 231/2013.

- a) Le prove di stress dovrebbero simulare una carenza di liquidità e richieste di rimborso atipiche. Esse dovrebbero tenere conto come minimo delle richieste di rimborso recenti e future attese e dovrebbero analizzare il tempo richiesto per soddisfarle. Dovrebbero inoltre includere un test di fattori di mercato quali il tasso di cambio con un potenziale impatto sul profilo creditizio del GEFIA o del FIA. In aggiunta, l'approccio seguito per le prove dovrebbe includere le sensibilità connesse alla valutazione in condizioni di tensione.
- b) Il profilo di rischio del FIA – che è una funzione della strategia di investimento, del profilo di liquidità, della tipologia di investitori e della politica di rimborso – determina la periodicità delle prove di stress sulla base di una frequenza annua minima. Il GEFIA dovrebbe agire nell'interesse di tutti gli investitori del FIA con riferimento alla definizione del FIA e all'adeguatezza delle politiche e delle procedure in materia di gestione della liquidità quando le prove di stress suggeriscono un rischio di liquidità significativamente superiore alle attese.

Un'indagine del CERS sulle prassi in materia di prove di stress ha mostrato che gran parte dei gestori di fondi dell'Unione conduce prove di stress periodiche. Circa il 93 % dei gestori inclusi nell'indagine del CERS ⁽¹⁾ sottopone tutti i fondi di investimento gestiti a prove di stress su base periodica e svolge (o è in grado di svolgere) prove ulteriori ogniqualvolta si verificano variazioni sostanziali. Data l'eterogeneità delle tipologie di gestori e fondi esaminati, sono altresì emerse differenze considerevoli in termini di frequenza delle prove, tipologia di scenari di stress utilizzati dai gestori e livello di complessità dell'esercizio (cfr. i punti riportati qui di seguito).

- **Anche se si ritiene che la frequenza delle prove di stress debba essere determinata principalmente dalle caratteristiche specifiche dei singoli fondi di investimento, solo alcuni gestori adottano questo criterio.** Viene piuttosto utilizzata una frequenza specifica a livello di singola società per tutti i fondi di investimento gestiti dalla stessa. Ciò vale persino per le grandi società di investimento che gestiscono numerose tipologie diverse di fondi. Una percentuale elevata di gestori che stabilisce la frequenza delle prove di stress in base alle caratteristiche specifiche dei singoli fondi distingue tra OICVM e FIA invece di usare frequenze diverse per fondi con strutture di portafoglio differenti.
- **Un'ampia quota di gestori utilizza molteplici scenari di liquidità che rappresentano di norma condizioni di mercato diverse.** Una caratteristica fondamentale delle prove di stress è costituita dall'esistenza di uno scenario sottostante che rappresenta condizioni di tensione significativa nel mercato. Tuttavia, la gravità degli scenari di stress utilizzati varia notevolmente da un gestore all'altro. Per alcuni di questi scenari vi sono forti motivi per dubitare che rappresentino di fatto condizioni di tensione nel mercato. Dal lato delle attività, alcuni degli scarti di garanzia applicati sono piuttosto ridotti e questo li rende meno adatti a rappresentare variazioni considerevoli della liquidità nel mercato. Dal lato delle passività, i fondi di investimento che non hanno subito pressioni dal lato dei rimborsi in passato non dovrebbero fondare i loro scenari di rimborso esclusivamente su dati storici.
- **In linea con le considerevoli differenze tra le diverse tipologie di gestori e di fondi di investimento, la complessità degli scenari utilizzati per le prove di stress varia notevolmente da un gestore all'altro.** Alcuni gestori utilizzano scenari ipotetici semplici non sostenuti da alcun dato, mentre altri definiscono scenari specifici per i singoli fondi ricorrendo a metodi statistici sofisticati. È intrinsecamente difficile definire scenari ragionevoli riferiti alla liquidità. Le prove di stress in materia di liquidità sono molto più complicate da modellizzare rispetto a quelle riguardanti il rischio di mercato, per il quale le informazioni disponibili sono abbondanti. Dal lato delle attività, la modellizzazione del profilo di liquidità in situazioni di tensione può essere estremamente ardua soprattutto in caso di attività (come gli strumenti a reddito fisso) per le quali i dati sulle transazioni non sono facilmente reperibili. Dal lato delle passività, la previsione del comportamento degli investitori in condizioni di tensione nei mercati non è semplice e dipende da una serie di fattori quali il rapporto tra investitori istituzionali e al dettaglio o la quota di clienti «vischiosi». Il problema è ancora più pronunciato per gli OICVM, i cui gestori dispongono di norme di scarse informazioni sul profilo degli investitori. Gli aspetti normativi sembrano svolgere un ruolo secondario nella modellizzazione degli scenari per le prove di stress, che sono pertanto definiti in base alle esposizioni in termini di classi di attività e al calendario dei rimborsi applicabile al fondo di investimento.

⁽¹⁾ L'obiettivo principale dell'indagine del CERS era fornire un quadro generale delle prassi dei gestori europei in materia di prove di stress, con il fine principale di analizzare la misura in cui l'esercizio condotto a livello di singoli fondi riguardava anche la liquidità (vale a dire la capacità di un fondo di soddisfare richieste di rimborso elevate). L'indagine ha preso in esame 274 gestori di fondi dell'Unione e ha incluso domande concernenti le prassi correnti di questi ultimi in materia di gestione del rischio di liquidità e prove di stress.

Le prove di stress dovrebbero essere condotte in condizioni diverse, come richieste di rimborso atipiche e comportamenti anomali dei prezzi delle attività, e potrebbero anche tener conto di eventi quali default della controparte e altri fattori di rischio (per esempio, politici). L'ESMA dovrebbe fornire orientamenti in merito alla tipologia di scenari che un fondo di investimento dovrebbe prendere in considerazione nel definire una prova di stress. Occorrerebbe prevedere scenari sia storici, fondati sui passati andamenti dei prezzi, sia ipotetici. I primi modellizzano i parametri delle prove di stress sulla base di una crisi precedente e calcolano l'impatto che questa avrebbe esercitato sul fondo di investimento. Poiché è probabile che le crisi future siano diverse da quelle passate, e dal momento che è difficile replicare esattamente le crisi passate, essi non dovrebbero costituire l'unico fondamento per le prove di stress. I secondi potrebbero basarsi sugli shock economici o sulle caratteristiche comportamentali degli investitori o del gestore e dovrebbero essere definiti in linea con le sensibilità specifiche del tipo di fondo e di strategia del fondo.

Prove inverse di stress potrebbero completare l'esercizio di stress complessivo. L'inclusione delle prove inverse di stress potrebbe fornire indicazioni utili sul comportamento del fondo di investimento fino al suo punto di fallimento. Essa limita il ricorso a scenari storici e la possibilità di definire scenari ipotetici e potrebbe consentire al gestore di vagliare appieno e comprendere le eventuali vulnerabilità e di risolvere tali rischi.

Le prove di stress dovrebbero essere idealmente utilizzate in tutte le fasi del ciclo di vita di un fondo, dalla costituzione alla liquidazione, oltre che in tutte le decisioni di investimento intermedie. Esse dovrebbero essere condotte nella fase di costituzione di un fondo di investimento per stabilirne e definirne i parametri (ad esempio il profilo di rischio e la tolleranza al rischio) e in particolare la relazione tra la liquidità delle attività sottostanti e la frequenza dei possibili rimborsi anche in condizioni di tensione nei mercati. Potrebbero altresì essere impiegate al momento di prendere in considerazione la possibilità di modificare la strategia, i termini e le condizioni e le decisioni di investimento riguardanti il fondo. Durante la formulazione di un piano di emergenza per il fondo in condizioni di tensione, le prove di stress potrebbero essere utilizzate per analizzare il ricorso a differenti strumenti per la gestione del rischio di liquidità.

I tempi e la frequenza delle prove di stress dovrebbero riflettere le caratteristiche del fondo di investimento in termini ad esempio di dimensioni, strategia di investimento, attività sottostanti, profilo degli investitori e frequenza dei possibili rimborsi. Nei casi di elevata rotazione del portafoglio o di rapida variazione della base di investitori, è probabile che il rischio e il profilo di liquidità siano più volatili. La periodicità delle prove di stress dovrebbe essere maggiore per i fondi di investimento in queste circostanze che per quelli con una base di investitori più stabile e periodi di rimborso lunghi.

La frequenza delle prove di stress può dipendere dalla tipologia di scenario utilizzata. In caso di ricorso a scenari storici, i metodi statistici impiegati per costruirli potrebbero essere agevolmente aggiornati utilizzando nuovi dati e parametri per le prove di stress. Poiché questo processo è spesso automatico, potrebbe essere utilizzato più di frequente. Gli scenari ipotetici impongono una valutazione dei fattori pertinenti che incidono sul fondo di investimento più personalizzata, basata sulle caratteristiche del fondo stesso; di conseguenza, poiché richiedono un'analisi maggiormente approfondite, queste prove di stress potrebbero essere svolte con minore frequenza.

Questa raccomandazione non si rivolge alle prove di stress macroprudenziali. Le prove di stress macroprudenziali costituiscono un ambito che deve essere ulteriormente sviluppato. Limitazioni in termini di dati e di modellizzazione ne impediscono al momento l'utilizzo come strumenti di vigilanza efficienti. Il CERS sta conducendo un'analisi del loro ruolo nella valutazione dei rischi per la stabilità finanziaria derivanti dai fondi di investimento.

II.3.2 Effetti indesiderati

Orientamenti concreti in merito alle prove di stress potrebbero determinare comportamenti più simili/armonizzati da parte dei gestori e, in ultima istanza, un posizionamento uniforme dei fondi di investimento in termini di attività (one-sided positioning). Ciò potrebbe accrescere il rischio di futuri comportamenti emulativi e rischi finanziari sistemici. Inoltre, e in particolare per quanto concerne i gestori di fondi più piccoli, ulteriori orientamenti potrebbero tradursi in prove di stress aggiuntive e di conseguenza costi più elevati.

II.4 Raccomandazione D – Segnalazioni degli OICVM

II.4.1 Motivazione economica ed effetti desiderati

Raccomandazione D(1) – Obblighi di segnalazione per gli OICVM e per le società di gestione di OICVM

L'assenza di un quadro di segnalazione armonizzato fra gli Stati membri ostacola al momento l'osservazione e la valutazione esaustiva del contributo potenziale degli OICVM ai rischi per la stabilità finanziaria. Anche se numerose giurisdizioni all'interno dell'Unione prevedono di fatto obblighi di segnalazione per gli OICVM, i risultati delle indagini rivelano che nella pratica le segnalazioni di questi ultimi differiscono notevolmente in termini di frequenza, portata e dati comunicati⁽¹⁾. Non è quindi possibile aggregare le statistiche nazionali e tenere sotto osservazione gli andamenti riguardanti ad esempio i rischi di liquidità e di leva finanziaria per gli OICVM a livello di Unione.

Le statistiche della BCE in materia di fondi di investimento sono insufficienti ad assicurare l'osservazione e la valutazione esaustiva dei rischi di liquidità e di leva finanziaria per gli OICVM. Anche se le statistiche della BCE permettono alle autorità di regolamentazione di monitorare gli andamenti nel settore dei fondi di investimento dell'area dell'euro utilizzando informazioni su categorie ampie di attività e passività di bilancio, compresa la scomposizione per scadenze, gli elementi raccolti non sono sufficienti a produrre un'adeguata valutazione dei rischi. In particolare non sono inclusi dati granulari sulle operazioni per strumento e sulle singole esposizioni, che pure sono necessari per valutare opportunamente gli andamenti della liquidità dei portafogli degli OICVM. Inoltre, non è possibile tenere sotto adeguata osservazione le tendenze in materia di ricorso alla leva in quanto i dati disponibili permettono esclusivamente il calcolo della leva finanziaria tramite indebitamento (vale a dire, ottenuta mediante l'assunzione di prestiti), e non è disponibile una misura più completa comprendente anche l'utilizzo della leva finanziaria per il tramite dei derivati (leva sintetica). In aggiunta le statistiche della BCE non operano al momento una distinzione tra OICVM e FIA, che è importante per il monitoraggio adeguato dei rischi in quanto questi fondi operano in base a regimi regolamentari molto diversi.

La definizione di un quadro armonizzato per le segnalazioni degli OICVM a livello di Unione potrebbe essere efficiente dal punto di vista del monitoraggio e potrebbe altresì ridurre i costi e le inefficienze di segnalazione esistenti sia per le autorità competenti sia per gli operatori del settore. Dall'entrata in vigore della direttiva 2011/61/UE, sia le ANC sia i GEFIA hanno migliorato la loro capacità tecnica e hanno maturato esperienza in merito al quadro di riferimento generale per le segnalazioni a livello dell'Unione a norma della direttiva. Nella misura in cui il nuovo quadro per gli OICVM sarebbe definito in base all'impianto tecnico dei sistemi di segnalazione esistenti, sia le autorità competenti sia i gestori che gestiscono FIA e OICVM, o i gestori di OICVM con obblighi di segnalazione diversi in giurisdizioni differenti, trarrebbero beneficio dalle maggiori sinergie in materia di segnalazioni.

Nella costruzione di un quadro di riferimento per le segnalazioni degli OICVM, la Commissione dovrebbe tenere presente che gli OICVM operano nell'ambito di un regime di regolamentazione più rigoroso di quello previsto per i FIA. Un quadro di segnalazione meno ampio sarebbe sufficiente a monitorare in modo adeguato i rischi per la stabilità finanziaria connessi agli OICVM.

La Commissione dovrebbe altresì considerare le altre iniziative in corso che potrebbero incidere su tali segnalazioni armonizzate. Essa dovrebbe tenere conto sia del contributo dell'ESMA e delle ANC in relazione a questa attività di segnalazione sia delle possibili misure nuove, alternative/modificate connesse alla leva finanziaria che sono al momento allo studio da parte dello IOSCO. Occorrerebbe inoltre prendere in considerazione gli obblighi di segnalazione stabiliti nel regolamento (UE) 2017/1131 per i fondi comuni monetari.

Obblighi di segnalazione dettagliati riguardanti le caratteristiche di liquidità agevolerebbero il monitoraggio dei potenziali rischi sistemici derivanti dall'attività di trasformazione della liquidità e dai disallineamenti di liquidità degli OICVM. Gli OICVM sono soggetti a regole dettagliate in materia di ammissibilità delle attività e quindi investono di norma in attività più liquide; alcuni possono tuttavia investire anche in classi meno liquide, come avviene ad esempio per determinate tipologie di fondi obbligazionari focalizzati sui mercati emergenti o sul comparto ad alto rendimento. Poiché devono altresì rispettare requisiti minimi in termini di frequenza dei rimborsi, possono anche presentare un rischio di liquidità superiore. Per questi OICVM permane una potenziale carenza di dati nel quadro legislativo vigente in quanto non sono tenuti a effettuare segnalazioni alle ANC in modo simile ai FIA. L'attuale quadro di segnalazione non ha quindi una portata onnicomprensiva (direttiva 2011/61/UE a confronto con la direttiva 2009/65/CE) e non include indicatori armonizzati per il rischio di liquidità che siano significativi e facili da costruire e interpretare. Ciò riveste particolare importanza per il monitoraggio degli andamenti da un punto di vista macroprudenziale e per l'aggregazione delle singole misurazioni a livello di settore e giurisdizione.

⁽¹⁾ A titolo di esempio, la Commissione di vigilanza del settore finanziario (*Commission de Surveillance du Secteur Financier*, CSSF) del Lussemburgo ha introdotto un obbligo di segnalazione dei rischi per gli OICVM agli inizi del 2016 e chiede al settore di comunicare con cadenza semestrale informazioni relative a svariati fattori di rischio quali la leva finanziaria e il rischio di controparte, di credito e di liquidità. Per ulteriori informazioni, cfr. <http://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/legal-reporting/>.

Per consentire il monitoraggio dei disallineamenti di liquidità all'interno degli OICVM, questi ultimi dovrebbero essere tenuti a fornire informazioni sia sulle attività sia sulle passività. I GEFIA devono segnalare il profilo di liquidità dei loro FIA, il che fornisce informazioni utili sulla valutazione del gestore in merito alla liquidità delle attività investite del fondo e sulla struttura dei suoi investitori. Ciò dovrebbe essere utilizzato come base anche per le connesse segnalazioni degli OICVM e dovrebbe essere integrato da informazioni sulla disponibilità e l'utilizzo dei vari strumenti per la gestione della liquidità a disposizione dell'OICVM. Ulteriori dati segnalabili potrebbero ad esempio riguardare l'entità dei rimborsi storici.

La raccolta di altri dati agevola una valutazione approfondita del contributo potenziale di questi OICVM al rischio finanziario/sistemico. In particolare, la fonte della leva finanziaria riveste interesse ai fini di consentire una valutazione adeguata dei rischi indotti ad esempio dal ricorso alla leva da parte degli OICVM. Questi ultimi dovrebbero inoltre fornire tra l'altro informazioni in merito alla strategia di investimento, agli strumenti negoziati e alle singole esposizioni, al profilo di rischio di mercato, al profilo di rischio di controparte e di credito e al profilo di rischio di liquidità. Queste informazioni potrebbero fornire un'indicazione del rischio di vendite forzate, concentrazione delle controparti e interconnessione con il sistema finanziario generale. Dovrebbero essere altresì incluse categorie di posizioni in derivati e tecniche e strumenti quali le operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine o le operazioni di prestito titoli. Requisiti molto simili sono fissati negli obblighi di segnalazione di cui alla direttiva 2011/61/UE, che potrebbero essere integrati da aspetti specifici degli OICVM come ad esempio la gestione efficiente dei portafogli. I GEFIA devono fornire informazioni sul profilo di rischio e sulle principali categorie di attività in cui il FIA è investito, comprese le corrispondenti posizioni lorde, lunghe e corte in derivati. Essi devono tuttavia comunicare anche la fonte dei prestiti di contante⁽¹⁾.

Una parte economicamente rilevante del settore degli OICVM applica strategie nelle quali la leva finanziaria, anche sintetica, è solo indirettamente oggetto di restrizioni. Per quanto concerne l'utilizzo della leva finanziaria derivante da operazioni di finanziamento tramite titoli o della leva finanziaria sintetica inclusa in posizioni derivate, gli OICVM possono creare esposizioni – calcolate in base all'approccio fondato sugli impegni (commitment approach) – solo fino a un importo massimo corrispondente al loro NAV totale (cfr. riquadro 1b). Tuttavia, ai sensi della direttiva 2009/65/CE, gli Stati membri possono altresì consentire agli OICVM di calcolare la loro esposizione complessiva utilizzando l'approccio del valore a rischio (value-at-risk, VaR) o altre metodologie avanzate di misurazione del rischio in alternativa all'approccio fondato sugli impegni⁽²⁾. Per questi fondi di investimento, il ricorso alla leva finanziaria è limitato solo indirettamente attraverso i limiti in materia di rischio di mercato del fondo⁽³⁾. Pertanto, i fondi che utilizzano l'approccio VaR assoluto sono tenuti a mantenere un VaR assoluto non superiore al 20 % del NAV e quelli che hanno adottato l'approccio VaR relativo devono rimanere entro il doppio del rischio di perdita in un determinato modello VaR rispetto a un portafoglio simile ma privo di leva finanziaria. È importante rilevare che i suddetti approcci VaR permettono potenzialmente una leva superiore a quella consentita in base all'approccio fondato sugli impegni, a seconda della volatilità delle attività sottostanti. I risultati di un'indagine del CERS in 11 giurisdizioni all'interno dell'Unione indicano come il sottoinsieme di OICVM che utilizza approcci VaR per calcolare l'esposizione complessiva possa rappresentare tra il 27 % e il 50 % del settore degli OICVM dell'Unione in termini di NAV.

Segnalazioni coerenti della leva finanziaria per tutti gli OICVM e tutti i FIA dovrebbero costituire un obiettivo e sostenere il monitoraggio dei fondi di investimento non soggetti a limiti di leva all'interno del settore dei fondi dell'Unione. LFSB raccomanda alle autorità di raccogliere dati sulla leva finanziaria dei fondi di investimento, monitorare il ricorso alla stessa da parte dei fondi che non sono soggetti a limiti di leva o che potrebbero porre rischi significativi per il settore finanziario connessi alla leva e intervenire ove opportuno. Al tempo stesso, è stato chiesto allo IOSCO di individuare e/o definire misure coerenti della leva dei fondi di investimento per assicurare un monitoraggio più significativo di quest'ultima a fini di stabilità finanziaria e contribuire a rendere possibili raffronti diretti tra fondi di investimento a livello mondiale entro la fine del 2018⁽⁴⁾. Pertanto, l'obiettivo ultimo dovrebbe essere la segnalazione armonizzata della leva finanziaria in linea con le misure coerenti della leva che dovrebbero essere definite/individuate dallo IOSCO. L'armonizzazione del quadro di riferimento per le segnalazioni degli OICVM con le segnalazioni in materia di leva finanziaria dei FIA ai sensi della direttiva 2011/61/UE dovrebbe svilupparsi lungo queste dimensioni e dovrebbe agevolare il monitoraggio dei fondi che fanno ricorso alla leva all'interno del settore complessivo dei fondi di investimento dell'Unione. La Commissione dovrebbe pertanto elaborare un quadro di riferimento armonizzato esteso a tutta l'Unione e a tutti gli OICVM e i FIA tenendo conto della dimensione internazionale e dell'obiettivo di sviluppare approcci uniformi per i vari metodi di calcolo della leva finanziaria (nozionale, lordo e fondato sugli impegni). Ciò agevolerebbe altresì il monitoraggio della leva per gli OICVM che sono sottoposti a limitazioni solo indirette della stessa.

⁽¹⁾ Cfr. ad esempio, l'allegato IV del regolamento delegato (UE) n. 231/2013.

⁽²⁾ Cfr., ad esempio, l'articolo 41, paragrafo 3, della direttiva 2010/43/UE.

⁽³⁾ Cfr. gli orientamenti di terzo livello del CERS dal titolo CERS's *Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS*, del 28 luglio 2010.

⁽⁴⁾ Cfr. le raccomandazioni 10 e 11 dell'FSB in *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, gennaio 2017.

La segnalazione della leva finanziaria conformemente al metodo fondato sugli impegni ai sensi della direttiva 2011/61/UE imporrebbe agli OICVM di aggiungere il proprio NAV all'esposizione misurata in base al metodo fondato sugli impegni previsto per gli OICVM. Attualmente i metodi utilizzati per calcolare l'esposizione conformemente all'approccio fondato sugli impegni sono lievemente diversi a seconda che si basino sulla direttiva 2009/65/CE o sulla direttiva 2011/61/UE. Mentre i FIA sono tenuti dalla direttiva 2011/61/UE a calcolare l'esposizione conformemente all'approccio fondato sugli impegni come somma del valore assoluto di tutte le posizioni, i fondi OICVM devono calcolare esclusivamente l'esposizione incrementale generata dal ricorso alla leva finanziaria (cfr. tavola 3). Poiché gli OICVM non possono mutuare contante non garantito a fini di investimento e le regole per il calcolo dell'esposizione attraverso operazioni di finanziamento tramite titoli e derivati sono simili a quelle stabilite dalla direttiva 2011/61/UE, il metodo fondato sugli impegni applicabile agli OICVM può essere allineato con quello previsto dalla direttiva 2011/61/UE chiedendo agli OICVM di aggiungere il NAV alla propria esposizione.

In questo contesto, le nuove segnalazioni di rischio applicabili agli OICVM dovrebbero altresì includere le comunicazioni degli OICVM relative alle prove di stress. Occorrerebbe includere segnalazioni sui risultati delle prove di stress standardizzate univariate e fornire informazioni anche sugli scenari di stress proprietari dei gestori, oltre che sui relativi esiti.

Tabella 3

Calcolo dell'esposizione di un fondo di investimento in base ai metodi fondati sugli impegni

	Direttiva GEFIA	Direttiva OICVM	
		Calcolo attuale	Modifiche raccomandate
Definizione di esposizione	Somma dei valori assoluti di tutte le posizioni	Esposizione incrementale e leva finanziaria generata attraverso l'utilizzo di strumenti finanziari derivati	Aggiunta del valore patrimoniale netto
Leva finanziaria tramite indebitamento	Riutilizzo del prestito di contante		
	Il più alto tra il valore di mercato dell'investimento realizzato e l'importo totale del prestito di contante	Non è consentito il prestito di contante non garantito a fini di investimento	Nessuna
	Operazioni di finanziamento tramite titoli		
	Valore di mercato delle garanzie ricevute (compreso il contante) al momento del reinvestimento	Valore di mercato delle garanzie ricevute (compreso il contante) al momento del reinvestimento	Nessuna
Leva finanziaria sintetica netta	Derivati		
	Somma del valore di mercato della posizione equivalente nell'attività sottostante una volta tenuto conto degli accordi di compensazione e di copertura	Somma del valore di mercato della posizione equivalente nell'attività sottostante una volta tenuto conto degli accordi di compensazione e di copertura	Nessuna

Raccomandazione D(2) – Frequenza e copertura degli obblighi di segnalazione per gli OICVM e le società di gestione di OICVM

I dati di cui alla Raccomandazione D1 dovrebbero essere segnalati su base trimestrale da una parte sufficiente e rilevante, dal punto di vista della stabilità finanziaria, di tutti gli OICVM e di tutte le società di gestione di OICVM. La composizione del portafoglio dei fondi di investimento, la liquidità dei portafogli e il ricorso alla leva finanziaria (in particolare tramite l'uso dei derivati) possono essere soggetti a modifiche significative a breve termine. Pertanto, si rendono necessarie segnalazioni almeno trimestrali per monitorare adeguatamente e reagire ove necessario agli andamenti che potrebbero contribuire all'aumento dei rischi per la stabilità finanziaria. Data l'eterogeneità degli OICVM e delle società di gestione di OICVM in termini di strategie di investimento e dimensioni, la misura in cui i singoli fondi o gruppi di fondi possono contribuire al rischio sistemico può verosimilmente variare. Dal punto di vista della stabilità finanziaria, segnalazioni trimestrali da parte di un sufficiente sottoinsieme di OICVM e di società di gestione di OICVM sarebbero adeguate ai fini del monitoraggio e al tempo stesso limiterebbero l'onere complessivo di segnalazione del settore.

Il sottoinsieme di OICVM che dovrebbero fornire segnalazioni su base trimestrale dovrebbe includere almeno gli OICVM che seguono l'approccio VaR per misurare la loro esposizione complessiva. Effettuando operazioni in derivati, questi OICVM seguono di norma strategie di investimento più complesse e possono ricorrere a un livello di leva sostanziale. In aggiunta a questo sottoinsieme di OICVM, la Commissione dovrebbe altresì prendere in considerazione caratteristiche quali le dimensioni del patrimonio gestito e potenzialmente anche la strategia di investimento e il profilo di liquidità; di conseguenza, una quota elevata di OICVM e società di gestione di OICVM effettuerà segnalazioni su base trimestrale.

Il monitoraggio efficace degli andamenti e del potenziale aumento dei rischi per la stabilità finanziaria all'interno del settore degli OICVM più in generale richiederebbe la segnalazione su base almeno annuale di un sufficiente sottoinsieme di dati da parte di un sufficiente sottoinsieme di tutti gli OICVM e di tutte le società di gestione di OICVM. L'introduzione delle segnalazioni annuali per una quota sufficiente del settore degli OICVM, assieme alle statistiche disponibili sui FIA, permetterebbe di monitorare gli andamenti generali dell'intero settore dei fondi di investimento nell'Unione. Va rilevato che la fissazione di una periodicità annuale sarebbe in linea con la frequenza minima di segnalazione stabilita dalla direttiva 2011/61/UE. Ciò consentirebbe di monitorare con cadenza almeno annuale il rischio per la stabilità finanziaria connesso al settore dei fondi di investimento sia per gli OICVM sia per i FIA. Permetterebbe altresì di operare confronti significativi nel tempo tra gli andamenti degli OICVM e quelli dei FIA e renderebbe possibile l'individuazione dei potenziali cambiamenti strutturali che potrebbero contribuire all'aumento dei rischi sistemici.

Sarebbe opportuno che la Commissione considerasse il patrimonio gestito totale degli OICVM e delle società di gestione di OICVM al momento di determinare i soggetti che dovrebbero essere sottoposti all'obbligo di segnalazione annuale. L'utilizzo del patrimonio gestito per determinare gli obblighi di segnalazione è in linea con le prassi vigenti per la fissazione dei requisiti di segnalazione per i GEFIA. Nel determinare i soggetti che dovrebbero essere sottoposti all'obbligo di segnalazione annuale la Commissione può prendere in considerazione anche altre caratteristiche quali il ricorso alla leva finanziaria tra gli OICVM, l'approccio utilizzato per calcolare l'esposizione complessiva e la strategia di investimento degli OICVM.

Ai sensi della direttiva 2011/61/UE, le frequenze di segnalazione stabilite per i GEFIA potrebbero costituire un termine di riferimento nella determinazione di quelle da applicare agli OICVM e alle società di gestione di OICVM in base alle tre categorie (trimestrale, annuale o nessun obbligo) previste. Le attuali frequenze di segnalazione⁽¹⁾ per i GEFIA autorizzati che gestiscono FIA nell'Unione (in linea con quelle applicabili alle società di gestione di OICVM e agli OICVM che devono essere tutti autorizzati e domiciliati nell'UE) possono essere sintetizzate come segue:

- i GEFIA che gestiscono FIA con un patrimonio totale inferiore alla soglia di 100 milioni di EUR possono scegliere di essere autorizzati e segnalare le informazioni a livello sia di gestore sia di FIA su base annuale,
- se il patrimonio gestito totale di un GEFIA è maggiore di 100 milioni di EUR ma inferiore a 1 miliardo di EUR, il GEFIA è sottoposto a un obbligo di segnalazione semestrale a livello sia di gestore sia di FIA, fatta eccezione per i fondi con un patrimonio gestito superiore a 500 milioni di EUR,
- se il patrimonio gestito totale di un GEFIA è superiore alla soglia di 1 miliardo di EUR, il GEFIA è sottoposto a un obbligo di segnalazione trimestrale a livello sia di gestore sia di FIA.

⁽¹⁾ *Guidelines on reporting obligations under Articles 3(3) (d) and 24(1), (2) and (4) of the AIFMD (ESMA/2014/869EN).* Va rilevato che il quadro sintetico presentato nel corpo del testo non considera le frequenze di segnalazione per i FIA che investono in società ed emittenti non quotati per acquisirne il controllo, poiché questa strategia di investimento è preclusa agli OICVM.

La Commissione può collaborare con l'ESMA e le ANC per definire un approccio ragionevole alla determinazione del sottoinsieme di OICVM e di società di gestione di OICVM da inserire in ciascuna categoria di segnalazione. La collaborazione con l'ESMA e le ANC offre l'opportunità di apprendere dall'esperienza maturata finora in materia di segnalazioni ai sensi della direttiva 2011/61/UE al momento di elaborare il quadro di riferimento per le segnalazioni degli OICVM e delle società di gestione di OICVM. Va rilevato come la Commissione, di concerto con l'ESMA e le ANC, possa al tempo stesso considerare anche obiettivi diversi dal monitoraggio dei rischi per la stabilità finanziaria (ad esempio la tutela degli investitori) che potrebbero richiedere una maggiore frequenza di segnalazione. Una volta definiti, gli obblighi di segnalazione per gli OICVM e le società di gestione di OICVM dovrebbero essere rivisti in un momento specifico dopo l'attuazione per valutare l'adeguatezza della loro portata e frequenza.

La Commissione dovrebbe prefiggersi di raggiungere il giusto equilibrio tra la massimizzazione dei benefici derivanti dal maggiore monitoraggio dei rischi e la minimizzazione dei costi generati dai nuovi requisiti di segnalazione. Nel più lungo periodo è probabile che tutte le giurisdizioni traggano beneficio da un quadro di riferimento per le segnalazioni degli OICVM simile all'impianto tecnico dei sistemi/delle strutture di segnalazione previsti nel quadro già in vigore ai sensi della direttiva 2011/61/UE. A breve termine, tuttavia, la transizione verso il nuovo regime applicabile agli OICVM e alle società di gestione di OICVM genererebbe costi sia per il settore dei fondi di investimento sia per le autorità di vigilanza. Per le autorità competenti i costi di breve periodo saranno verosimilmente diversi e potenzialmente maggiori per le giurisdizioni che non prevedono al momento alcun obbligo di segnalazione. Per il settore è probabile che i costi di un nuovo quadro di riferimento unificato per le segnalazioni degli OICVM siano significativamente differenti nelle varie società di gestione di OICVM. Le società che gestiscono OICVM in diverse giurisdizioni dovranno ad esempio sostenere inizialmente alcuni costi di segnalazione aggiuntivi, anche se registreranno un miglioramento in termini di efficienza complessiva delle segnalazioni e una riduzione dei costi rispetto alla situazione corrente caratterizzata da regimi e obblighi di segnalazione diversi nelle varie giurisdizioni. Analogamente, quelle che gestiscono sia OICVM sia FIA sosterranno solo dei costi limitati una tantum ed effettueranno le segnalazioni per i loro OICVM utilizzando i sistemi/le strutture esistenti per i loro FIA. Le società piccole che gestiscono OICVM in un'unica giurisdizione si troveranno probabilmente a sostenere i costi più elevati nel breve periodo, poiché i guadagni di efficienza rispetto al regime di segnalazione esistente saranno nella migliore delle ipotesi modesti. Le nuove disposizioni per le segnalazioni di rischio comporteranno ulteriori costi amministrativi e di adempimento in relazione all'assetto del sistema da utilizzare, oltre che costi periodici connessi alla produzione delle segnalazioni. A loro volta, questi costi aggiuntivi potrebbero portare alla ricerca di economie di scala e incidere potenzialmente sulla struttura del settore.

Raccomandazione D(3) – Segnalazioni armonizzate e condivisione delle informazioni

Le ANC dovrebbero essere tenute a condividere le informazioni segnalate dagli OICVM e dalle società di gestione di OICVM con le altre autorità dell'Unione, l'ESMA e il CERS. L'obbligo di condivisione delle informazioni agevola l'analisi collettiva del contributo potenziale degli OICVM all'aumento dei rischi sistemici e stimola una reazione comune. Inoltre, uno o più OICVM potrebbero in un determinato momento costituire una fonte importante di rischio di controparte per un ente creditizio o per un'altra istituzione di importanza sistemica in uno o più Stati membri. Ciò sottolinea ulteriormente l'importanza di un quadro adeguato per la condivisione delle informazioni segnalate con le altre autorità.

Sarebbe opportuno che la Commissione applicasse le disposizioni e le prassi in materia di condivisione delle informazioni attualmente previste dalla direttiva 2011/61/UE al nuovo quadro di riferimento per le segnalazioni degli OICVM⁽¹⁾. La direttiva 2011/61/UE impone alle ANC di condividere le informazioni raccolte sui GEFIA e i FIA con le altre autorità, l'ESMA e il CERS. A sua volta, lo scambio di informazioni tra l'ESMA e il CERS in merito ai dati raccolti ai sensi della direttiva si fonda su un Protocollo di intesa. Ove necessario per l'efficace monitoraggio del rischio sistemico, le ANC dello Stato membro di origine possono richiedere informazioni supplementari rispetto a quelle descritte nel quadro di segnalazione, su base periodica e ad hoc. Infine, lo scambio armonizzato di informazioni è altresì sostenuto a norma della direttiva 2011/61/UE da norme tecniche di attuazione (implementing technical standard, ITS) dell'ESMA che definiscono le procedure per lo scambio di informazioni tra le ANC e tra queste e l'ESMA.

II.4.2 Effetti indesiderati

L'introduzione di un nuovo quadro di riferimento per le segnalazioni degli OICVM genera costi relativi alla raccolta dei dati e ai processi di condivisione che devono essere posti in essere dalle società di gestione e dalle ANC. Qualunque iniziativa volta a migliorare le segnalazioni degli OICVM e delle società di gestione di OICVM dovrebbe pertanto assicurare l'opportuno riconoscimento del principio di proporzionalità e mirare a ridurre i costi connessi. In particolare, l'ampliamento delle informazioni richieste potrebbe imporre un onere inutile agli operatori più piccoli. Pertanto, nel definire gli obblighi di segnalazione, il quadro di riferimento per le segnalazioni degli OICVM dovrebbe tener conto del contributo potenziale di ciascun fondo di investimento all'accumulo dei rischi sistemici. Esso dovrebbe valutare altre modalità di riduzione dei costi connessi e considerare i regimi di segnalazione esistenti per i quali sono già state definite norme tecniche da parte del settore e delle autorità competenti. Nello specifico, poiché

⁽¹⁾ Cfr., ad esempio, gli articoli 50, 52 e 54 della direttiva 2011/61/UE.

diverse società di gestione di OICVM sono altresì autorizzate a operare come GEFIA ed è probabile che una serie di campi di segnalazione siano simili per gli OICVM e i FIA, sarebbe ragionevole basare il formato del quadro per le segnalazioni degli OICVM su quello vigente ai sensi della direttiva 2011/61/UE. Il quadro da applicare agli OICVM dovrebbe altresì tenere conto, per quanto possibile, degli obblighi di segnalazione cui questi fondi sono al momento sottoposti. In particolare, i dati raccolti dalla BCE in merito ai bilanci dei fondi di investimento includono già informazioni dettagliate sulle attività e le passività di questi ultimi (cfr. il regolamento (UE) n. 1073/2013 della Banca centrale europea⁽¹⁾). Tuttavia, tali statistiche non sono disponibili per l'intera Unione e generalmente non hanno la granularità sufficiente a fornire informazioni utili sul rischio di liquidità e la leva finanziaria dei fondi di investimento.

II.5 Raccomandazione E – Orientamenti relativi all'articolo 25 della direttiva 2011/61/UE

II.5.1 Motivazione economica ed effetti desiderati

Raccomandazione E(1) – Valutazione del rischio sistemico connesso alla leva finanziaria

I gestori dei fondi di investimento sono tenuti a segnalare alle ANC dati granulari per ciascun FIA gestito utilizzando la leva finanziaria. I dati, che possono includere fino a 301 voci, comprendono informazioni dettagliate sul fondo di investimento in termini di: ricorso alla leva finanziaria, dimensioni, strategie di investimento, esposizioni principali, focalizzazione geografica, concentrazione e proprietà degli investitori, strumenti negoziati, rischio di mercato, profilo di rischio di controparte, profilo di liquidità (compreso il profilo di rimborso) e aspetti connessi ad altri rischi incluso il rischio operativo. Va notato che i FIA aventi un indice di leva pari a oltre tre volte il loro NAV, calcolato con il metodo fondato sugli impegni, sono considerati fondi che fanno un ricorso sostanziale alla leva finanziaria. I gestori di questi fondi di investimento devono effettuare, in aggiunta, segnalazioni in merito alle cinque maggiori fonti di contante o di titoli in prestito.

I dati granulari a disposizione delle ANC sostengono le valutazioni del rischio sistemico connesso alla leva finanziaria, pur lasciando un ampio margine per approcci nazionali differenti. Ad esempio, i dati segnalati includono due misure della leva finanziaria (una lorda e, in aggiunta, una netta che tiene conto delle esposizioni con effetto leva utilizzate a fini di compensazione o copertura) e le autorità possono avere opinioni diverse quanto all'utilizzo e all'interpretazione delle stesse. Inoltre, l'ampiezza delle informazioni segnalate rende possibili approcci nazionali diversi al momento di decidere se è necessario includere in una valutazione dati ulteriori rispetto al ricorso alla leva. Possono altresì esistere delle differenze riguardo alla necessità di valutare il contributo dell'utilizzo della leva da parte dei FIA all'aumento dei rischi sistemici.

La natura internazionale del settore dei FIA richiede un approccio più coordinato alla valutazione del rischio sistemico connesso alla leva finanziaria e alle possibili misure di mitigazione. I FIA generalmente investono e hanno collegamenti con istituzioni finanziarie di più paesi e quindi l'impatto economico potenziale della riduzione della leva finanziaria o dei disfunzionamenti di questi fondi non si limita alle giurisdizioni in cui sono domiciliati. È anche relativamente semplice per i gestori e/o per i loro fondi di investimento trasferire il domicilio in un'altra giurisdizione, il che sottolinea ulteriormente l'importanza di un approccio più coordinato alle valutazioni e alle potenziali misure di mitigazione.

Per assicurare che le ANC adottino un approccio coerente nel valutare se le condizioni per l'imposizione di misure connesse alla leva finanziaria sono soddisfatte, l'ESMA dovrebbe in prima istanza fornire orientamenti su un insieme comune di indicatori. Tali orientamenti agevolerebbero l'uso efficace delle ampie informazioni a disposizione delle ANC in virtù della direttiva 2011/61/UE e incoraggerebbero queste ultime a valutare la misura in cui il ricorso alla leva finanziaria nel settore dei FIA contribuisce all'aumento dei rischi sistemici. Per operationalizzare le misure di policy ai sensi dell'articolo 25 della direttiva 2011/61/UE, compresi i limiti di leva a fini macroprudenziali o le altre restrizioni alla gestione dei FIA, serve un quadro di riferimento in grado di valutare se le misure in ultima istanza applicate a livello di fondo di investimento limitano di fatto il contributo della leva finanziaria all'accumulo dei rischi sistemici nel settore dei FIA.

Al fine di sostenere l'uso armonizzato degli indicatori, sarebbe altresì opportuno che l'ESMA fornisca orientamenti relativi all'interpretazione degli stessi. L'ESMA è al momento impegnata nella costruzione di una banca dati a livello di Unione europea che includerà tutte le statistiche segnalate alle ANC ai sensi della direttiva 2011/61/UE a livello nazionale. Una volta disponibile, questa serie di dati dovrebbe permettere all'ESMA di elaborare prospettive quantitative riguardo all'interpretazione degli indicatori all'interno del quadro di valutazione, ad esempio attraverso l'esame di statistiche sommarie di base su indicatori individuali quali il valore medio, mediano, minimo e massimo segnalati e la distribuzione dei valori segnalati.

⁽¹⁾ Regolamento (UE) n. 1073/2013 della Banca centrale europea, del 18 ottobre 2013, relativo alle statistiche sulle attività e sulle passività dei fondi di investimento (BCE/2013/38) (GU L 297, del 7.11.2013, pag. 73).

Il quadro di valutazione dovrebbe includere indicatori che rilevino il livello, la fonte e i diversi utilizzi della leva finanziaria. La leva finanziaria derivante dal prestito di contante o da operazioni di finanziamento tramite titoli fa salire il rischio di provvista della liquidità di un fondo di investimento, poiché i costi di finanziamento o le richieste di margini possono aumentare. A sua volta, la leva finanziaria sintetica accresce la sensibilità di un fondo agli shock nei mercati dei derivati e il rischio che richieste di margini provocate da lievi oscillazioni verso il basso dei prezzi costringano un fondo a vendite forzate di attività.

Il quadro di riferimento dovrebbe rilevare per quanto possibile i canali attraverso i quali possono concretizzarsi rischi sistemici, come illustrato qui di seguito.

- a) **Il contributo potenziale dei singoli fondi e del settore dei FIA nel suo insieme al rischio di vendite forzate.** Il profilo di rimborso di un fondo di investimento costituisce un aspetto del rischio di vendite forzate. L'offerta di opportunità di rimborso a breve termine (specialmente giornaliera) e la brevità dei periodi di preavviso espone i fondi di investimento a episodi di fuga degli investitori che potrebbero innescare una vendita forzata. Un altro aspetto del profilo di rimborso di un fondo è costituito dalla base di investitori: una maggiore concentrazione per tipologia di investitori, soprattutto se accompagnata da un'elevata frequenza di rimborso, corrisponde a un rischio più alto di vendite forzate in quanto queste ultime possono essere determinate anche dalle richieste di rimborso di un solo investitore o di un numero ridotto di essi. Il profilo di liquidità di un fondo di investimento rappresenta un secondo aspetto del rischio di vendite forzate. La liquidità del portafoglio di un fondo è cruciale per la capacità dello stesso di soddisfare le richieste di rimborso e/o di margini senza essere costretti a effettuare vendite forzate di attività. La capacità di liquidare parti del portafoglio dipende in larga misura dalle caratteristiche di quest'ultimo. Aspetti quali l'elevata concentrazione di esposizioni al rischio di credito di controparte o di singoli strumenti accresce la probabilità che il fondo debba procedere a vendite forzate di attività in caso di fallimento di una controparte. Per i portafogli complessi (vale a dire, che negoziano una percentuale elevata di strumenti OTC o fanno ampio ricorso al riutilizzo delle garanzie), questi effetti potrebbero risultare ulteriormente amplificati.
- b) **Le interconnessioni dirette dei fondi di investimento e dell'insieme del settore dei FIA con le istituzioni finanziarie.** Per un fondo di investimento, il ricorso alla leva finanziaria può accrescere i rischi di difficoltà finanziarie che potrebbero successivamente trasmettersi alle sue controparti e al sistema finanziario più ampio («canale delle controparti»). Tra le controparti possono figurare banche o intermediari che hanno legami operativi diretti con un fondo di investimento che ricorre alla leva finanziaria, ovvero che hanno concesso finanziamenti allo stesso. Un fondo di investimento che utilizza la leva finanziaria può altresì diffondere rischi nel sistema finanziario mondiale attraverso le interconnessioni con i propri investitori e il finanziamento di altre imprese e intermediari finanziari (il «canale delle interconnessioni»). Un modo per rilevare le interconnessioni dirette con le istituzioni finanziarie consiste nel misurare la concentrazione delle esposizioni delle controparti verso un fondo di investimento. I fondi possono avere anche collegamenti diretti con le istituzioni finanziarie per il tramite della loro base di investitori e dei loro investimenti di portafoglio.
- c) **Il coinvolgimento diretto o indiretto dei singoli fondi di investimento e dell'insieme del settore dei FIA nell'intermediazione creditizia.** I fondi di investimento che ricorrono alla leva finanziaria possono contribuire a un'eccessiva attività di intermediazione creditizia e al rischio di interruzioni della stessa quando il ciclo del credito raggiunge un punto di svolta. La leva consente a tali fondi di concedere direttamente più credito all'economia reale oppure di agevolare una maggiore attività di intermediazione creditizia da parte delle banche fornendo finanziamenti diretti al settore bancario, investendo in credito strutturato e assumendosi il rischio di credito per il tramite dei derivati. Potrebbero emergere rischi sistemici come conseguenza di interruzioni improvvise dell'offerta di liquidità e di finanziamenti a breve termine alle istituzioni finanziarie, riduzioni repentine della liquidità di mercato di strumenti finanziari importanti per l'intermediazione creditizia o un'insufficiente separazione dei rischi ⁽¹⁾.

L'ESMA dovrebbe fornire orientamenti per un quadro di valutazione funzionale. Anche se in teoria i potenziali canali per la trasmissione del rischio sistemico possono essere schematicamente suddivisi in categorie, nella pratica sono interconnessi ed è probabile che si rafforzino a vicenda. Inoltre, i meccanismi sottostanti la trasmissione del rischio sistemico attraverso questi canali possono essere complessi e soggetti a variazioni. Di conseguenza, non è facile rilevare il contributo dei fondi di investimento ai rischi sistemici utilizzando singoli indicatori e questo fa nascere un trade-off tra lo sviluppo di un quadro semplice e funzionale e la definizione di uno più complesso e difficile da implementare. Come principio guida, il quadro dovrebbe includere solo gli indicatori che semplificano in misura significativa la valutazione del contributo dei fondi di investimento e del settore dei FIA nel suo insieme ai rischi sistemici connessi alla leva finanziaria.

⁽¹⁾ Bengtsson, E., «Investment funds, shadow banking and systemic risk», *Journal of Financial Regulation and Compliance*, vol. 24(1), pagg. 60-73.

Inoltre, gli orientamenti dell'ESMA relativi al quadro di valutazione dovrebbero fornire una base sufficiente per consentire alle ANC di spiegare la loro decisione di adottare misure di politica macroprudenziale. Le ANC dello Stato membro di origine del GEFA dovrebbero informare l'ESMA, il CERS e le ANC del FIA in merito ai motivi delle eventuali misure macroprudenziali adottate per limitare la misura in cui il ricorso alla leva finanziaria contribuisce all'aumento dei rischi sistemici nel settore finanziario o ai rischi di mercati disordinati⁽¹⁾. Successivamente, l'ESMA dovrebbe fornire indicazioni riguardo alla misura e valutare altresì se le condizioni per un intervento sul piano delle politiche sembrano soddisfatte⁽²⁾. Un quadro di valutazione dettagliato che possa essere seguito dalle ANC accrescerà la probabilità di accordo tra queste ultime e l'ESMA in merito alla necessità di adottare una determinata misura.

La tavola 4 fornisce un esempio di una serie di indicatori comuni che potrebbero essere inclusi nel quadro di valutazione raccomandato. Gli indicatori derivano dalle analisi condotte dalla BCE assieme alla Nederlandsche Bank (DNB)⁽³⁾, dalla Oesterreichische Nationalbank (OeNB)⁽⁴⁾ e dall'FCA britannica⁽⁵⁾. Essi agevolano la valutazione del livello, della fonte e dei diversi utilizzi della leva finanziaria e sono intesi a rilevare per quanto possibile i canali attraverso i quali possono concretizzarsi i rischi sistemici. Tutti gli indicatori possono essere costruiti utilizzando le informazioni segnalate alle ANC ai sensi dell'articolo 24 della direttiva 2011/61/UE.

Tavola 4

Esempio di una serie di indicatori per un quadro di valutazione dei rischi per la stabilità finanziaria derivanti dai fondi di investimento

		INDICATORE		DESCRIZIONE	Identificativo schema direttiva GEFA
		#	NOME		
1. RISCHIO DI IMPATTO SUL MERCATO	Dimensioni	1.1	Esposizione netta	Valore patrimoniale netto (NAV) * leva finanziaria in base al metodo fondato sugli impegni	53, 295
		1.2	Valore patrimoniale netto	NAV	53
2. RISCHIO DI VENDITE FORZATE	Leva finanziaria	2.1	Leva finanziaria netta	Leva finanziaria calcolata con il metodo fondato sugli impegni	295
		2.2	Rapporto tra leva finanziaria lorda e netta	Leva finanziaria lorda / leva finanziaria calcolata con il metodo fondato sugli impegni, come misura dell'utilizzo di accordi di compensazione e di copertura	294, 295
	Profilo di rimborso	2.3	Tempi di rimborso	Numero minimo di giorni che gli investitori devono attendere per ritirare i propri investimenti	194, 195, 196

⁽¹⁾ Cfr., ad esempio, l'articolo 25 della direttiva 2011/61/UE.

⁽²⁾ Cfr., ad esempio, l'articolo 25, paragrafo 6, della direttiva 2011/61/UE.

⁽³⁾ Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. e de Sousa van Stralen, R. (2017), «Developing macroprudential policy for alternative investment funds. Towards a framework for macroprudential leverage limits in Europe: an application for the Netherlands», *Occasional Paper Series*, BCE, progetto congiunto della BCE e della DNB.

⁽⁴⁾ Lehecka, G. e Ubl, E., «Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer», *OeNB Financial Stability Report*, n. 30, dicembre 2015.

⁽⁵⁾ Financial Conduct Authority, *Hedge Fund Survey*, giugno 2015.

		INDICATORE		DESCRIZIONE	Identificativo schema direttiva GEFIA
		#	NOME		
	Disallineamenti di liquidità	2.4	Tempi di rimborso meno liquidità percepita del portafoglio in giorni	Numero minimo di giorni che gli investitori devono attendere per ritirare i propri investimenti meno liquidità del portafoglio in base alle segnalazioni del gestore	194, 195, 196, 178-184
		2.5	Rapporto fra valore patrimoniale netto e attività altamente liquide	Le attività altamente liquide includono contante o valori assimilabili (depositi, carta commerciale e altro), azioni di società quotate, titoli investment grade emessi da istituzioni finanziarie, titoli di Stato dell'UE e di paesi del G10 non appartenenti all'UE e quote di fondi di investimento	53, 123
		2.6	Quota di attività illiquide (in percentuale del NAV)	Le attività illiquide includono attività fisiche, azioni di società non quotate, obbligazioni convertibili e societarie di tipo non investment grade e prestiti	53, 123
	Concentrazione per investitore e controparte	2.7	Concentrazione per investitore	Quota del valore patrimoniale netto posseduto dai cinque maggiori investitori	118
		2.8	Concentrazione per controparte	Esposizione creditizia netta totale verso le cinque maggiori controparti (in percentuale del NAV)	165
	3. RISCHIO DI EFFETTI DI PROPAGAZIONE DIRETTI SULLE ISTITUZIONI FINANZIARIE	Collegamenti per il tramite degli investimenti	3.1	Investimenti in istituzioni finanziarie	Valore di mercato corrente degli investimenti in azioni di società quotate e obbligazioni societarie emesse da istituzioni finanziarie in percentuale del NAV
3.2			Investimenti in prodotti strutturati e cartolarizzati (in percentuale del NAV)	Somma del valore di mercato corrente delle esposizioni in ABS, RMBS, CMBS, AMBS, ABCP, CDO, CLO, certificati strutturati, ETP e altro, in percentuale del NAV	53, 123

		INDICATORE		DESCRIZIONE	Identificativo schema direttiva GEFIA
		#	NOME		
Collegamenti per il tramite della base di investitori	3.3	Banche nella base di investitori (in percentuale del NAV)	Collegamenti diretti con istituzioni finanziarie in qualità di investitori	209	
	3.4	Imprese di assicurazione nella base di investitori (in percentuale del NAV)			
	3.5	Fondi pensione nella base di investitori (in percentuale del NAV)			
	3.6	Fondi di investimento nella base di investitori (in percentuale del NAV)			
	3.7	Altre istituzioni finanziarie nella base di investitori (in percentuale del NAV)			
4. RISCHIO DI INTERRUZIONE DELL'ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE CREDITIZIA DIRETTA	4.1	Investimenti in obbligazioni societarie (in percentuale del NAV)	Somma dei valori di mercato correnti delle obbligazioni societarie e delle obbligazioni convertibili non emesse da istituzioni finanziarie (investment grade e non investment grade) in percentuale del NAV	53, 123	
	4.2	Investimenti in prestiti societari (in percentuale del NAV)	Prestiti a elevata leva finanziaria e altri prestiti in percentuale del NAV	53, 123	

Raccomandazione E(2) – Limiti di leva a fini macroprudenziali

L'ESMA può aiutare le ANC a operazionalizzare i limiti alla leva finanziaria fornendo orientamenti sulle opzioni per la definizione degli stessi, compresa una valutazione della loro efficacia ed efficienza. La direttiva 2011/61/UE consente di limitare il ricorso alla leva finanziaria se quest'ultima contribuisce ad «accrescere i rischi sistemici», ma non fornisce ulteriori orientamenti in merito alla definizione dei limiti. Le ANC potrebbero trarre beneficio da orientamenti dell'ESMA sulla definizione dei limiti di leva, mentre l'ESMA potrebbe basarsi sulla raccomandazione CERS/2013/1 del Comitato europeo per il rischio sistemico⁽¹⁾ in cui si raccomanda alle autorità di definire strumenti macroprudenziali efficaci ed efficienti per il raggiungimento dei loro obiettivi di policy.

I limiti alla leva finanziaria per i FIA possono essere considerati efficaci se affrontano il rischio di: a) vendite forzate; b) effetti di propagazione alle controparti finanziarie; c) turbative dell'intermediazione finanziaria. Affrontando queste disfunzioni del mercato, i limiti di leva sostengono la stabilità finanziaria. Con riferimento agli obiettivi intermedi del CERS, tali limiti servono a evitare il «rischio di leva finanziaria eccessiva»⁽²⁾. La leva finanziaria a livello di sistema è eccessiva quando fa sì che le economie si trovino esposte a crisi finanziarie costose.

Perché i limiti alla leva finanziaria siano efficienti, lo strumento dovrebbe essere semplice e le conseguenze indesiderate dovrebbero essere contenute. Le autorità dovrebbero scegliere limiti facili da calibrare e implementare, il che promuove la trasparenza ed evita l'inerzia. Inoltre, è opportuno che le conseguenze indesiderate siano contenute e che i limiti mostrino una capacità di tenuta a fronte di comportamenti di aggiramento e arbitraggio degli operatori. I limiti dovrebbero essere anche proporzionali ai rischi sistemici derivanti dal ricorso alla leva finanziaria da parte del fondo di investimento, per assicurare che il settore rimanga in grado di fornire servizi preziosi all'economia. Ad esempio, i fondi di investimento dovrebbero rimanere in grado di utilizzare strategie differenti e attive che potrebbero assorbire gli shock durante le fasi di tensione nei mercati. Nel valutare l'eventuale necessità di limiti alla leva finanziaria e le tipologie di limiti che sarebbero proporzionali ai rischi sistemici, le autorità dovrebbero condurre un'analisi dei rischi fondata sui dati raccolti ai sensi della direttiva 2011/61/UE e gli indicatori di rischio di un quadro di riferimento comune per la valutazione dei rischi (la cui definizione è stata suggerita dall'ESMA nella Raccomandazione E1).

Per informazione dell'ESMA, la tavola 5 fornisce un esempio di quadro di riferimento utilizzabile nella valutazione di varie opzioni per la definizione dei limiti di leva in termini di efficacia ed efficienza. A titolo esemplificativo, la tavola valuta tre tipologie di limiti costanti e prende in considerazione i limiti congiunturali. Ciò non esaurisce le opzioni possibili e la valutazione che segue dovrebbe essere considerata un esempio del potenziale utilizzo del quadro di riferimento nella valutazione di opzioni diverse.

Un limite unico è potenzialmente semplice da attuare ma potrebbe avere importanti conseguenze indesiderate. Un limite di questo tipo potrebbe risultare efficace nel contenere i rischi sistemici connessi alla leva finanziaria se fosse vincolante per un'ampia parte del settore dei fondi di investimento. Tuttavia, potrebbe avere la conseguenza indesiderata di rendere alcuni modelli operativi impraticabili e ciò potrebbe esercitare un grave impatto negativo sulla liquidità di differenti prodotti nel mercato finanziario mondiale. Inoltre, un limite unico restrittivo potrebbe ridurre in misura significativa la capacità del settore di assorbire gli shock di mercato nella misura in cui i gestori di fondi investono attivamente e in senso contrario rispetto alle tendenze di mercato. Infine, dal momento che tali limiti di leva potrebbero imporre restrizioni notevoli sull'attività del comparto dei fondi di investimento, esiste il rischio di uno spostamento potenziale dell'attività verso altre parti meno regolamentate del settore finanziario.

I limiti alla leva finanziaria basati sulla tipologia e/o sul profilo dei fondi di investimento possono costituire uno strumento utile per le ANC nel breve-medio periodo. Una differenziazione dei limiti di leva fondata sulla tipologia e/o sul profilo dei fondi di investimento consentirebbe alle autorità di concentrarsi efficacemente sui fondi che contribuiscono in misura maggiore al rischio sistemico, affrontando in questo modo le vulnerabilità strutturali del settore. La differenziazione basata sul profilo del fondo potrebbe essere attuata in diversi modi. Ad esempio, le autorità che desiderano affrontare il rischio di vendite forzate potrebbero prendere in considerazione la possibilità di imporre dei limiti ai fondi che offrono rimborsi a breve termine o investono in attività meno liquide e quelle che temono effetti di contagio potrebbero valutare l'imposizione di limiti ai fondi aventi esposizioni ampie o concentrate verso altre istituzioni finanziarie. L'ESMA potrebbe aiutare le autorità fornendo orientamenti sulla profilazione dei fondi di investimento

⁽¹⁾ Raccomandazione CERS/2013/1 del Comitato europeo per il rischio sistemico del 4 aprile 2013 sugli obiettivi intermedi e gli strumenti di politica macroprudenziale (GU C 170, del 15.6.2013, pag. 1).

⁽²⁾ Per un quadro generale degli obiettivi intermedi e una mappatura degli strumenti macroprudenziali esistenti e potenziali, cfr. ad esempio la raccomandazione CERS/2013/1.

ai fini della valutazione dei rischi connessi alla leva e sull'introduzione di limiti macroprudenziali. Le autorità potrebbero altresì tener conto delle differenze in termini di livelli complessivi di leva fissando limiti diversi per ciascuna tipologia di fondo di investimento. Poiché questa opzione presenta lo svantaggio che i fondi potrebbero tentare di aggirare i limiti cercando di essere classificati in una categoria più favorevole ⁽¹⁾, potrebbe risultare giustificata l'imposizione di criteri per la classificazione dei FIA nelle diverse categorie.

Tavola 5

Possibile quadro di riferimento utilizzabile nella valutazione delle opzioni per la definizione dei limiti di leva in termini di efficacia ed efficienza

	Opzioni per la definizione dei limiti di leva	Limiti di leva costanti			Limiti di leva congiunturali
		1	2	3	
		Limite unico	Limiti per tipologia di fondo	Limiti per profilo di fondo	
Efficacia	Vendite forzate	Efficace nel contenere tutte le disfunzioni del mercato se il limite è vincolante per un'ampia parte dei fondi che ricorrono alla leva finanziaria	Efficaci nel contenere tutte le disfunzioni del mercato se i limiti sono vincolanti per un'ampia parte dei fondi che ricorrono alla leva finanziaria	Efficaci se rivolti ai fondi che ricorrono alla leva finanziaria e che hanno portafogli relativamente illiquidi e/o offrono rimborsi a breve termine	Le opzioni da 1 a 3 potrebbero essere applicate in modo variabile nel tempo. Esse avrebbero il medesimo effetto, ma i limiti congiunturali sarebbero più adatti a contenere l'aumento dei rischi nelle fasi ascendenti e la concretizzazione dei rischi in quelle discendenti del ciclo finanziario
	Esternalità di controparte e interconnessione			Efficaci se rivolti a fondi che ricorrono alla leva finanziaria aventi stretti collegamenti diretti con istituzioni finanziarie	
	Eccessiva intermediazione creditizia			Efficaci se rivolti a fondi che ricorrono alla leva finanziaria e investono in prestiti e obbligazioni societarie	
Efficienza	Proporzionale	Un limite basso potrebbe rendere inefficienti alcune tipologie di fondi (per esempio gli hedge fund), mentre uno elevato non riuscirebbe a evitare un generale aumento della leva finanziaria	I limiti sono rivolti a tipologie di fondi con una leva relativamente elevata (ad esempio, gli hedge fund), ma non distinguono tra i profili di rischio all'interno di una medesima tipologia	I limiti si applicano a profili di rischio generali diversi nelle varie tipologie di fondi	La proporzionalità dipenderebbe dall'opzione prescelta

⁽¹⁾ Ai sensi della direttiva 2011/61/UE, i gestori possono scegliere la categoria di fondo.

	Opzioni per la definizione dei limiti di leva	Limiti di leva costanti			Limiti di leva congiunturali
		1	2	3	
		Limite unico	Limiti per tipologia di fondo	Limiti per profilo di fondo	
	Robusti a fronte di comportamenti di aggiramento e arbitraggio	Nessun margine per comportamenti di aggiramento e arbitraggio	Lieve margine per comportamenti di aggiramento e arbitraggio poiché i fondi misti potrebbero cercare di essere classificati in una categoria più favorevole	Opportunità di aggiramento e arbitraggio improbabili con un numero ridotto di profili definiti in modo rigoroso	Il margine per comportamenti di aggiramento e di arbitraggio dipenderebbe dall'opzione prescelta
	Complessità della calibrazione	L'opzione più semplice	Relativamente semplice con un numero ridotto di tipologie di fondi definite in modo rigoroso	Relativamente semplice con un numero ridotto di tipologie di fondi definite in modo rigoroso	Richiede un indicatore congiunturale della leva finanziaria e una misura del contributo dei fondi, il che aggiunge un livello di complessità alla calibrazione

Fonte: Tavola 4.1 in Van der Veer et al. (2017).

A più lungo termine, potrebbe essere altresì presa in considerazione la possibilità di introdurre limiti di leva congiunturali. Le autorità potrebbero altresì valutare la possibilità di applicare una determinata opzione in termini di limite di leva (ad esempio, un limite unico oppure limiti diversi in base alla tipologia o al profilo del fondo) in modo ciclico. Rispetto ai limiti di leva costanti, quelli congiunturali sarebbero più adatti a contenere l'aumento e la concretizzazione dei rischi rispettivamente nella fase ascendente e discendente del ciclo finanziario. Nel breve-medio periodo, tuttavia, un approccio ciclico non sarebbe praticabile poiché richiederebbe una misura del ciclo finanziario e un indicatore del contributo del fondo e questo aggiungerebbe un livello ulteriore di complessità a tale opzione. Seguendo lo stesso approccio utilizzato per i limiti di leva ai sensi di Basilea 3, nel breve periodo ci si potrebbe focalizzare sui limiti costanti. Quelli congiunturali potrebbero essere presi in considerazione una volta che le autorità abbiano maturato maggiore esperienza nell'utilizzo dei limiti costanti.

I limiti alla leva finanziaria dovrebbero basarsi sulle misure di leva ai sensi della direttiva 2011/61/UE per accrescere la coerenza nell'applicazione e la trasparenza e per evitare l'arbitraggio regolamentare. L'uso di misure di leva comuni aiuta le autorità ad assicurare un'applicazione coerente dei limiti di leva in Europa. Inoltre accresce la trasparenza della misura di policy e la sua facilità di implementazione. In aggiunta, contribuisce a limitare l'arbitraggio regolamentare da parte dei gestori dei fondi. Riconoscendo le complessità connesse alla misurazione della leva finanziaria, le autorità dovrebbero idealmente basarsi sui concetti e le misure esistenti che sono utilizzati per le segnalazioni riguardanti la leva ai sensi della direttiva 2011/61/UE.

Un riesame periodico dei limiti di leva indurrà: a) miglioramenti basati sull'esperienza; b) un allineamento con gli standard internazionali. Si potrebbe affermare che le misure della leva finanziaria ai sensi della direttiva 2011/61/UE non sono al momento definite in modo perfetto, o che risulteranno in ultima istanza non in linea con gli standard internazionali (ad esempio, con quelli elaborati dallo IOSCO). Tuttavia, un importante vantaggio derivante dal loro utilizzo è rappresentato dal fatto che i potenziali miglioramenti futuri nella misurazione della leva sono presi in considerazione in modo automatico e coerente se è stato istituito un processo di riesame periodico. Quest'ultimo assicurerebbe altresì la coerenza con gli standard internazionali (FSB e IOSCO). Una revisione periodica del limite di leva sarebbe in linea con la raccomandazione CERS/2013/1⁽¹⁾.

Orientamenti in merito ai criteri di applicazione dei limiti di leva aiutano le ANC a operationalizzare i limiti stessi. Orientamenti chiari agevolano l'applicazione coerente in Europa e riducono l'inerzia.

⁽¹⁾ Cfr., ad esempio, la raccomandazione D in CERS/2013/1.

L'ESMA potrebbe aiutare le autorità a operationalizzare i limiti di leva fornendo indicazioni sul modo in cui le autorità dovrebbero trovare un equilibrio tra le misure fondate sulle regole e l'attuazione discrezionale delle misure. Occorrerebbe raggiungere un equilibrio tra la facilità di attuazione delle misure basate sulle regole e la flessibilità nel ricorso alla discrezionalità.

Raccomandazione E(3) – Procedura di notifica

L'ESMA dovrebbe definire una chiara procedura di notifica delle decisioni assunte dalle ANC ai sensi dell'articolo 25 della direttiva GEFIA. Tale procedura di notifica armonizzata consente alle ANC di informare l'ESMA in modo efficiente e permette a sua volta all'ESMA e al CERS di analizzare le notifiche in maniera efficace ed efficiente.

Raccomandazione E(4) – Analisi comparativa

Per promuovere ulteriormente un livello di regolamentazione e di vigilanza valido, efficace e coerente, si raccomanda che l'ESMA effettui un'analisi comparativa (benchmarking) concernente l'esercizio da parte delle ANC delle loro competenze ai sensi dell'articolo 25, paragrafo 3, della direttiva 2011/61/UE. Tale analisi di benchmarking potrebbe ad esempio fornire un'indicazione delle circostanze in cui le competenze sono state esercitate e dei requisiti imposti per affrontare situazioni diverse, il che potrebbe contribuire all'individuazione delle migliori prassi. L'ESMA dovrebbe inoltre discutere i risultati di quest'analisi tra i propri membri e comunicare le proprie informazioni in materia di azioni delle ANC alle autorità macroprudenziali nazionali e al CERS.

Anche se i risultati degli esercizi di benchmarking non sono vincolanti, le ANC possono utilizzarli per orientare le loro prassi. A titolo di esempio, sono state condotte analisi di benchmarking riguardanti la valutazione delle ANC sugli approcci interni utilizzati per il calcolo dei requisiti in materia di fondi propri da parte delle banche⁽¹⁾ e gli scenari per i piani di risanamento conformemente alla direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio⁽²⁾,⁽³⁾. Tali esercizi illustrano l'utilità delle analisi di benchmarking nell'operare raffronti tra le prassi di vigilanza, che promuovono la convergenza delle stesse, e migliorare il processo decisionale delle ANC preservando al tempo stesso la discrezionalità da parte delle autorità di vigilanza. Il benchmarking potrebbe altresì contribuire a orientare gli atti delegati della Commissione in virtù dell'articolo 25, paragrafo 9, della direttiva 2011/61/UE (principi che specificano le circostanze nelle quali le ANC si avvalgono delle competenze ai sensi dell'articolo 25, paragrafo 3, tenendo conto delle diverse strategie dei FIA, delle differenti condizioni di mercato in cui operano i FIA e dei possibili effetti prociclici dell'attuazione delle disposizioni).

II.5.2 Effetti indesiderati

Esiste un trade-off tra il livello di armonizzazione e i poteri discrezionali a disposizione delle autorità nazionali competenti. Poiché questa raccomandazione è volta a promuovere un approccio armonizzato all'operationalizzazione dell'articolo 25, ciò implica alcuni limiti ai poteri discrezionali delle ANC. Di fatto il potere dell'ESMA di pubblicare orientamenti è inteso a favorire la convergenza in materia di vigilanza. Potrebbe tuttavia prodursi l'effetto estremo che gli orientamenti dell'ESMA in materia di sistema di valutazione dei rischi e di definizione, calibrazione e implementazione dei limiti di leva a fini macroprudenziali possano creare barriere indesiderate all'esercizio da parte delle ANC dei poteri discrezionali di applicazione dei suddetti limiti ai FIA gestiti da gestori di fondi nella loro giurisdizione.

⁽¹⁾ <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>.

⁽²⁾ Direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio (GU L 173, del 12.6.2014, pag. 190).

⁽³⁾ Cfr. il rapporto all'indirizzo <https://www.eba.europa.eu/-/eba-benchmarks-approaches-on-scenarios-in-recovery-plans>.

Riferimenti bibliografici

Autorità bancaria europea (2014), *Counterparty credit risk (internal model method and credit valuation adjustment) benchmarking exercise*, rapporto, disponibile all'indirizzo: <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>

Autorità bancaria europea (2015), *Recovery planning. Comparative report on the approach taken on recovery plan scenarios*, report, dicembre, disponibile all'indirizzo: <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/Report+on+benchmarking+scenarios+in+recovery+plans.pdf>

Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (2014), *Guidelines on reporting obligations under Articles 3(3) (d) and 24(1), (2) and (4) of the AIFMD (ESMA/2014/869EN)*, agosto.

Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (2015), *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, n. 2.

Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (2016), *Key principles for a European framework on loan origination by funds*, Parere ESMA/2016/596, aprile, disponibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596_opinion_on_loan_origination.pdf

Banca centrale europea (2016), *Financial Stability Review*, maggio.

Bank of England (2015), *Financial Stability Report*, n. 38, dicembre.

Bank of England (2016), *Financial Stability Report*, n. 39, luglio, pag. 8.

Bank of England (2016), *Financial Stability Report*, n. 40, novembre.

Bengtsson, E. (2016), «Investment funds, shadow banking and systemic risk», *Journal of Financial Regulation and Compliance*, vol. 24, n. 1, pagg. 60-73.

Clerc, L., Giovannini, A., Langfield, S., Peltonen, T., Portes, R. e Scheicher, M. (2016), «Indirect contagion: the policy problem», *ESRB Occasional Paper Series*, n. 9, gennaio.

Cohn, C., Milliken, D. e Jessop, S., (2016), *Number of UK property funds suspended since Brexit vote doubles*, agosto, disponibile all'indirizzo <http://uk.reuters.com/article/uk-britain-eu-property/number-of-uk-property-funds-suspended-since-brexit-vote-doubles-idUKKCN0ZL13H>

Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (2010), *CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS - Feedback Statement*, luglio.

Comitato europeo per il rischio sistemico, *EU Shadow Banking Monitor*, n. 1, luglio.

Comitato europeo per il rischio sistemico, *EU Shadow Banking Monitor*, n. 2, maggio.

Commissione europea (2012), *Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments*, disponibile all'indirizzo: http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm

Constâncio, Vítor (2016), *Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*, discorso tenuto in occasione della Joint conference of the European Commission and European Central Bank on European Financial Integration and Stability, Francoforte sul Meno, Germania, aprile.

Direttiva 2007/16/CE della Commissione, del 19 marzo 2007, recante modalità di esecuzione della direttiva 85/611/CEE del Consiglio concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) per quanto riguarda il chiarimento di talune definizioni (GU L 79 del 20.3.2007, pag. 11).

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 d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) (GU L 302 del 17.11.2009, pag. 32).

Direttiva 2010/43/UE della Commissione del 1° luglio 2010 recante modalità di esecuzione della direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi, i conflitti di interesse, le regole di condotta, la gestione del rischio e il contenuto dell'accordo tra il depositario e la società di gestione (GU L 176 del 10.7.2010, pag. 42).

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 (GU L 174 dell'1.7.2011, pag. 1).

Direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/CE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 190);

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 (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 349).

European Fund and Asset Management Association (2017), *Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017*, dicembre.

Financial Conduct Authority (2015), *Hedge Fund Survey*, giugno.

Financial Conduct Authority (2017), *Illiquid assets and open-ended investment funds*, Discussion Paper (DP 17/1), febbraio

Financial Stability Board (2017), *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, gennaio.

Financial Stability Oversight Council (2016), *Update on Review of Asset Management Products and Activities*, aprile.

Jones, S. (2016), *The Week Brexit Got Real for Investors in Property Funds*, luglio, disponibile all'indirizzo: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brexit-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds>

Lehecka, G. e Ubl, E. (2015), «Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer», *OeNB Financial Stability Report*, n. 30, dicembre.

Maijoor, Steven (2015), *Measuring and assessing stability risks in financial markets*, discorso tenuto in occasione dell'ESRB Shadow Banking Workshop, Francoforte sul Meno, Germania, maggio.

Marriage, M. (2016), *Contagion worries rise over property fund suspension*, luglio, disponibile all'indirizzo: <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>

Moshinsky, B. (2016), *Bear Stearns, the sequel: Property fund suspensions are on the cusp of triggering the next financial crisis*, luglio, disponibile all'indirizzo: <http://uk.businessinsider.com/guide-why-uk-property-fund-suspensions-trigger-financial-crisis-risks-analysis-2016-7>

Organizzazione internazionale delle commissioni di controllo sui valori mobiliari (2015), *Liquidity Management Tools in Collective Investment Schemes: Results from an IOSCO Committee 5 survey to members*, Final Report, FR28/2015, dicembre.

Organizzazione internazionale delle commissioni di controllo sui valori mobiliari (2017), *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration*, Consultation report, CR05/2017, luglio.

Raccomandazione CERS/2012/1 del Comitato europeo per il rischio sistemico del 20 dicembre 2012 relativa ai fondi comuni monetari (GU C 146 del 25.5.2013, pag. 1).

Raccomandazione CERS/2013/1 del Comitato europeo per il rischio sistemico del 4 aprile 2013 sugli obiettivi intermedi e gli strumenti di politica macroprudenziale (GU C 170 del 15.6.2013, pag. 1).

Raccomandazione CERS/2014/1 del Comitato europeo per il rischio sistemico del 18 giugno 2014 relativa all'orientamento sulla fissazione dei coefficienti anticiclici (GU C 293 del 2.9.2014, pag. 1).

Regolamento (UE) 2017/1131 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, sui fondi comuni monetari (GU L 169 del 30.6.2017, pag. 8).

Regolamento (UE) n. 1073/2013 della Banca centrale europea, del 18 ottobre 2013, relativo alle statistiche sulle attività e sulle passività dei fondi di investimento (BCE/2013/38) (GU L 297 del 7.11.2013, pag. 73).

Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il Regolamento (UE) n. 648/2012 (GU L 176 del 27.6.2013, pag. 1).

Regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (GU L 201 del 27.7.2012, pag. 1).

Regolamento (UE) n. 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 luglio 2014, relativo al miglioramento del regolamento titoli nell'Unione europea e ai depositari centrali di titoli e recante modifica delle direttive 98/26/CE e 2014/65/UE e del regolamento (UE) n. 236/2012 (GU L 257 del 28.8.2014, pag. 1). Regolamento (UE) 2015/760 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 29 aprile 2015, relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine (GU L 123 del 19.5.2015, pag. 98).

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 (GU C 83 del 22.3.2013, pag. 1).

U.S. Securities and Exchange Commission (2016), *Investment Company Liquidity Risk Management Programs*, 17 CFR parti 210, 270, 274, Release nn. 33-10233, IC-32315, File n. S7-16-15 RIN 3235-AL61, disponibile all'indirizzo: <https://www.sec.gov/rules/final/2016/33-10233.pdf>

Van der Veer, K., Levels, A., Chaudron, R., Grill, M., Molestina Vivar, L., Petrescu, M. e Weistroffer, C. (2016), «Towards a framework for calibrating macroprudential leverage limits for alternative investment funds», Special Feature «A», *Financial Stability Review*, BCE, novembre, pagg. 123-133.

Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. e de Sousa van Stralen, R. (2017) «Developing macroprudential policy for alternative investment funds. Towards a framework for macroprudential leverage limits in Europe: an application for the Netherlands», *Occasional Paper Series*, BCE, progetto congiunto della BCE e del DNB.

White, Mary Jo (2014), *Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry*, discorso pronunciato in occasione della Conferenza dal titolo «The New York Times DealBook Opportunities for Tomorrow» tenuta presso lo One World Trade Center, New York, N.Y., dicembre.

Disponibilità degli strumenti per la gestione della liquidità negli Stati membri dell'Unione (Fonte: ESMA)

	AT	BE	BG	CY	CZ	DE	DK	EE	ES	FI	FR	GR	HR	HU	IE	IS	IT	LI	LT	LU	LV	MT	NL	NO	PT	RO	SE	SI	SK	Regno Unito
Soglie per la dilazione del rimborso (gate)	NO	NO	NO	SÌ	NO	NO	NO	SÌ	SÌ	NO	SÌ	NO	NO	NO	SÌ	NO	SÌ	SÌ	NO	SÌ	NO	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	NO	NO	SÌ	SÌ
Fondi istituiti per lo smobilizzo delle attività liquide (side pocket);	SÌ	NO	NO	SÌ	NO	NO	NO	SÌ	SÌ	NO	SÌ	NO	NO	NO	SÌ	NO	SÌ	SÌ	NO	SÌ	NO	SÌ	SÌ	SÌ	NO	NO	NO	SÌ	NO	NO
Contributo anti-diluizione	NO	NO	NO	SÌ	NO	NO	NO	SÌ	NO	NO	SÌ	NO	NO	NO	SÌ	NO	SÌ	SÌ	NO	SÌ	NO	NO	SÌ	NO	SÌ	SÌ	NO	NO	NO	SÌ
Commissioni di rimborso	SÌ	NO	NO	SÌ	NO	SÌ	NO	SÌ	NO	SÌ	SÌ	NO	NO	NO	SÌ	NO	SÌ	SÌ	NO	SÌ	NO	NO	SÌ	NO	NO	NO	NO	NO	NO	SÌ
Rimborsi in natura	SÌ	NO	NO	SÌ	NO	SÌ	NO	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	NO	SÌ	NO	SÌ	NO	SÌ	SÌ	NO	SÌ	NO	SÌ	SÌ	NO	SÌ	NO	NO	SÌ	NO	SÌ
Sospensione dei rimborsi	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ
Swing pricing	SÌ	NO	NO	SÌ	NO	NO	NO	SÌ	NO	SÌ	SÌ	NO	NO	NO	SÌ	NO	NO	SÌ	NO	SÌ	NO	NO	SÌ	SÌ	NO	NO	NO	NO	NO	SÌ
Prestiti a breve termine	SÌ	NO	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	NO	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	NO	NO	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	NO	SÌ	NO	SÌ	SÌ	NO	SÌ	SÌ	NO	SÌ	SÌ	SÌ
Riserve di liquidità obbligatorie	SÌ	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	SÌ	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	SÌ	NO	NO	NO	NO	NO	NO	SÌ
Lettere di accompagnamento (side letter)	SÌ	NO	NO	NO	NO	NO	NO	SÌ	SÌ	NO	NO	NO	NO	NO	SÌ	NO	NO	SÌ	NO	SÌ	NO	SÌ	SÌ	NO	NO	NO	NO	NO	NO	SÌ
Altri strumenti/misure	NO	NO	NO	NO	NO	SÌ	NO	NO	SÌ	NO	SÌ	NO	NO	NO	NO	NO	SÌ	NO	NO	SÌ	NO	NO	NO	NO	NO	SÌ	NO	NO	NO	SÌ