

## I

(Risoluzioni, raccomandazioni e pareri)

## RACCOMANDAZIONI

## COMITATO EUROPEO PER IL RISCHIO SISTEMICO

## RACCOMANDAZIONE DEL COMITATO EUROPEO PER IL RISCHIO SISTEMICO

del 6 maggio 2020

relativa ai rischi di liquidità nei fondi di investimento

(CERS/2020/4)

(2020/C 200/01)

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 <sup>(1)</sup>, in particolare l'articolo 3, paragrafo 2, lettere b), d) e f) e gli articoli da 16 a 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 <sup>(2)</sup>, in particolare l'articolo 15, paragrafo 3, lettera e), e gli articoli da 18 a 20,

considerando quanto segue:

- (1) La pandemia della malattia da coronavirus 2019 (COVID-19) e le misure di contenimento associate e necessarie rappresentano uno shock grave e senza precedenti per le economie europee. In tale contesto, nella riunione del 2 aprile 2020 il consiglio generale del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) ha annunciato che avrebbe concentrato la sua attenzione su cinque settori prioritari in cui era probabile che il coordinamento tra le autorità dell'Unione fosse particolarmente importante per salvaguardare la stabilità finanziaria nell'Unione <sup>(3)</sup>. Uno dei cinque settori prioritari riguarda la liquidità dei mercati finanziari e le implicazioni per i gestori di portafoglio e gli assicuratori.
- (2) Il brusco calo dei prezzi delle attività osservato all'inizio della pandemia COVID-19 era accompagnato da rimborsi significativi da alcuni fondi di investimento e da un significativo deterioramento della liquidità dei mercati finanziari. Sebbene le condizioni di mercato si siano successivamente stabilizzate, in gran parte a causa delle azioni decisive intraprese dalle banche centrali, dalle autorità di vigilanza e dai governi dell'Unione e a livello mondiale, permangono notevoli incertezze sulle prospettive macroeconomiche.
- (3) Le precedenti valutazioni del CERS <sup>(4)</sup> dell'intermediazione finanziaria non bancaria hanno messo in luce potenziali vulnerabilità derivanti dai fondi di investimento che hanno periodi di rimborso brevi, ma investono in attività meno liquide. Tali squilibri di liquidità accrescono il rischio di ulteriori pressioni sulle valutazioni delle attività in periodi di stress, se i fondi di investimento cercano di vendere le attività meno liquide nell'arco di un breve periodo di tempo

<sup>(1)</sup> OJ L 331, 15.12.2010, p. 1GU L 331 del 15.12.2010, pag. 1.

<sup>(2)</sup> GU C 58 del 24.2.2011, pag. 4.

<sup>(3)</sup> Cfr. il comunicato stampa pubblicato in seguito alla riunione del consiglio generale del CERS del 2 aprile 2020, disponibile all'indirizzo: <https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2020/html/esrb.pr200409~a26cc93c59.en.html>

<sup>(4)</sup> Cfr., ad esempio, il documento annuale EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2019, disponibile all'indirizzo: [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/nbfi\\_monitor/esrb.report190717\\_NBFImonitor2019~ba7c155135.en.pdf?aad1f4a011a6d589537645242475aa89](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/nbfi_monitor/esrb.report190717_NBFImonitor2019~ba7c155135.en.pdf?aad1f4a011a6d589537645242475aa89)

per soddisfare i rimborsi. Ciò potrebbe determinare perdite più elevate in termini di valore di mercato corrente da parte di altri enti finanziari con esposizioni alle stesse attività o ad attività correlate o un brusco inasprimento delle condizioni di finanziamento.

- (4) Le vigenti norme dell'Unione prevedono obblighi specifici per le società di gestione dei fondi in relazione alla gestione dei rischi di liquidità relativi ai fondi che gestiscono <sup>(5)</sup>. Per gli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), il profilo di liquidità degli investimenti dell'OICVM deve essere adeguato alla politica di rimborso prevista dal regolamento del fondo o dall'atto costitutivo o dal prospetto. Analogamente, per i fondi di investimento alternativi (FIA) la strategia di investimento, il profilo di liquidità e la politica di rimborso devono essere coerenti <sup>(6)</sup>. Tali norme sono integrate dagli orientamenti dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) in materia di prove di stress di liquidità in OICVM e FIA per i gestori di fondi, al fine di verificare regolarmente la resilienza dei loro fondi ai rischi di liquidità in condizioni di liquidità normali ed eccezionali <sup>(7)</sup>.
- (5) La presente raccomandazione è intesa a rafforzare la preparazione in risposta a potenziali shock negativi futuri che potrebbero condurre a un deterioramento della liquidità dei mercati finanziari, causando potenziali conseguenze negative per le condizioni di stabilità finanziaria nell'Unione.
- (6) Il CERS riconosce che il settore dei fondi di investimento nell'Unione è ampio e diversificato. Tenendo conto di ciò, il CERS ha individuato due segmenti quali settori particolarmente prioritari per un controllo rafforzato dal punto di vista della stabilità finanziaria.
- (7) Il primo di questi segmenti è costituito da fondi di investimento con esposizioni significative al debito delle imprese. Poco tempo dopo l'inizio della pandemia di COVID-19, vi sono stati significativi rimborsi da fondi di investimento che investono nel debito delle imprese. Inoltre, i fondi di investimento detengono una quota significativa dello stock di obbligazioni di società non finanziarie in essere nell'Unione. Qualsiasi futura pressione dal lato dei rimborsi da fondi di tipo aperto con tempi di rimborso brevi potrebbe far sì che i gestori del fondo vendano attività meno liquide rapidamente, contribuendo in tal modo a un deterioramento delle condizioni di liquidità sui mercati del debito delle imprese. Ciò potrebbe avere effetti di ricaduta negativi su altri enti finanziari che hanno esposizioni a tali attività — come imprese di assicurazione, fondi pensione o banche — o un impatto negativo sui costi e sulla disponibilità di finanziamenti basati sul mercato per le società non finanziarie.
- (8) Il secondo segmento identificato dal CERS quale settore particolarmente prioritario per il controllo rafforzato dal punto di vista della stabilità finanziaria è costituito da fondi di investimento con esposizioni significative al settore immobiliare. Le restrizioni in materia di salute pubblica, necessarie per contenere la diffusione della COVID-19, potrebbero determinare una riduzione del volume delle transazioni di mercato immobiliare e un aumento dell'incertezza nella valutazione. Si stima che i fondi di investimento immobiliare detengano circa un terzo del mercato immobiliare commerciale dell'Unione. Rimborsi futuri da fondi di investimento che hanno partecipazioni immobiliari significative potrebbero contribuire a una pressione al ribasso sulle valutazioni immobiliari se accompagnate da vendite di beni immobili in un ambiente caratterizzato da volumi modesti di operazioni. Ciò potrebbe avere implicazioni negative per altri enti finanziari che hanno esposizioni al settore immobiliare, compresi quelli che utilizzano beni immobili come garanzie per prestiti.
- (9) Garantire che il sistema finanziario dell'Unione contribuisca ad assorbire, piuttosto che ad amplificare, lo shock correlato alla COVID-19 richiede un coordinamento significativo sia tra le autorità di vigilanza competenti per i diversi segmenti dei mercati finanziari sia a livello transfrontaliero. Ciò vale in particolare per le attività sui mercati dei capitali, comprese quelle esercitate da fondi di investimento, per i quali i flussi transfrontalieri sono ingenti e il regolare funzionamento di tali attività dipende da una serie di attori del sistema finanziario.

<sup>(5)</sup> Cfr. l'articolo 40, 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).

<sup>(6)</sup> Cfr. l'articolo 16, paragrafo 2, della 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).

<sup>(7)</sup> ESMA, Final Report: Guidelines on liquidity stress testing in UCITS and AIFs (Relazione finale: Orientamenti in materia di prove di stress di liquidità in OICVM e FIA), 2 settembre 2019, disponibile all'indirizzo: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39-882\\_final\\_report\\_guidelines\\_on\\_lst\\_in\\_ucits\\_and\\_aifs.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39-882_final_report_guidelines_on_lst_in_ucits_and_aifs.pdf)

- (10) Il CERS prende atto del lavoro ad elevata priorità svolto attualmente dall'ESMA sul rafforzamento della convergenza in materia di vigilanza sulla gestione del rischio di liquidità dei gestori dei fondi. Ciò include l'azione di vigilanza comune sulla gestione del rischio di liquidità dei gestori di OICVM, annunciata nel 2020 <sup>(8)</sup>, e il costante coordinamento delle azioni di vigilanza da parte dell'ESMA di fronte alla COVID-19.
- (11) La presente raccomandazione fa salvi i mandati in materia di politica monetaria delle banche centrali dell'Unione.
- (12) Le raccomandazioni del CERS sono pubblicate dopo che i destinatari sono stati informati e dopo che il consiglio generale ha informato il Consiglio dell'Unione europea della sua intenzione in tal senso e ha dato al Consiglio la possibilità di rispondere,

HA ADOTTATO LA PRESENTE RACCOMANDAZIONE:

#### SEZIONE 1

### RACCOMANDAZIONE

#### **Raccomandazione A – Coordinamento delle attività di vigilanza con i fondi di investimento per valutare la loro preparazione**

Si raccomanda all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA):

1. di coordinarsi con le autorità nazionali competenti per svolgere un esercizio di vigilanza mirato con fondi di investimento che hanno esposizioni significative al debito delle imprese e alle attività immobiliari per valutare la preparazione di questi due segmenti del settore dei fondi di investimento a potenziali shock negativi futuri, compresa l'eventuale ripresa di significativi rimborsi e/o un aumento dell'incertezza nella valutazione; e
2. di riferire al CERS in merito alla propria analisi e alle conclusioni raggiunte riguardo alla preparazione dei fondi di investimento interessati.

#### SEZIONE 2

### ATTUAZIONE

#### 1. Definizioni

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

- a) per «autorità nazionale competente» (ANC) si intende l'autorità competente quale definita all'articolo 2, paragrafo 1, lettera h), della direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio <sup>(9)</sup> o all'articolo 4, paragrafo 1, lettera f), della direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio <sup>(10)</sup>;
- b) per «fondo di investimento» si intende: (i) un organismo d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) quale definito all'articolo 1, paragrafo 2, della direttiva 2009/65/CE, autorizzato in conformità all'articolo 5 della stessa direttiva; e (ii) un fondo di investimento alternativo quale definito all'articolo 4, paragrafo 1, lettera a), della direttiva 2011/61/UE.

#### 2. Criteri di attuazione

1. Ai fini dell'attuazione della presente raccomandazione si applicano i seguenti criteri:

- a) si dovrebbe prestare la debita attenzione al principio di proporzionalità, tenendo conto dell'obiettivo e del contenuto della raccomandazione;
- b) dovrebbero essere soddisfatti i criteri specifici di conformità stabiliti nell'allegato.

<sup>(8)</sup> Cfr. il comunicato stampa dell'ESMA del 30 gennaio 2020, disponibile all'indirizzo: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-launches-common-supervisory-action-ncas-ucits-liquidity-risk-management>

<sup>(9)</sup> 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).

<sup>(10)</sup> 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. Calendario per dare seguito alla raccomandazione

1. A norma dell'articolo 17, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 1092/2010, i destinatari devono comunicare al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Commissione e al CERS le azioni intraprese in risposta alle raccomandazioni e motivare qualsiasi eventuale inazione. L'ESMA è invitata a presentare la comunicazione entro il 31 ottobre 2020.

### 4. Controllo e valutazione

1. Il segretariato del CERS, se del caso:
  - a) assiste l'ESMA, contribuendo a talune parti dell'analisi dal punto di vista della stabilità finanziaria;
  - b) coordina la procedura per il follow-up;
  - c) fornisce assistenza su richiesta dell'ESMA.
2. Il Consiglio generale valuterà le azioni intraprese e le motivazioni comunicate dall'ESMA e, se del caso, può decidere se la presente raccomandazione non sia stata rispettata e se l'ESMA abbia ommesso di fornire adeguate motivazioni per la propria inerzia.

Fatto a Francoforte sul Meno, il 6 maggio 2020.

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

---

## ALLEGATO

## CRITERI DI CONFORMITÀ ALLA RACCOMANDAZIONE

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

1. Per consentire un esercizio mirato e tempestivo, l'ESMA dovrebbe coordinarsi con le ANC al fine di:
  - a) individuare i fondi di investimento nell'Unione che hanno esposizioni particolarmente grandi al debito delle imprese e ai mercati immobiliari e che sono particolarmente importanti dal punto di vista macroprudenziale. Limitando la portata dell'esercizio a tali fondi, la presente raccomandazione mira a garantire che l'esercizio possa essere svolto nel tempo disponibile. L'ESMA può anche voler prendere in considerazione altre caratteristiche rilevanti nell'individuazione dei fondi, ad esempio la frequenza di rimborso e/o il grado di leva finanziaria;
  - b) impegnarsi in modo mirato con il sottoinsieme di fondi di investimento di cui alla lettera a) per contribuire a valutare il loro attuale stato di preparazione a un aumento inatteso dei rimborsi e/o a un aumento dell'incertezza nella valutazione, anche nella prospettiva di come tali fondi possano rispondere a potenziali shock futuri negativi nel breve termine;
  - c) valutare la preparazione dei segmenti del debito delle imprese e degli immobili del settore dei fondi di investimento e valutare se siano necessarie ulteriori azioni per rafforzare tale preparazione. In particolare, la valutazione dovrebbe incentrarsi su potenziali shock futuri relativi al rimborso e/o all'incertezza nella valutazione e considerare se siano necessarie ulteriori azioni — ad esempio, orientamenti aggiuntivi a disposizione dei fondi o delle autorità di vigilanza per quanto riguarda l'uso degli strumenti di gestione della liquidità e/o l'esame dell'incertezza nella valutazione.
2. Nel quadro dell'esercizio di vigilanza occorre tenere conto delle seguenti considerazioni, con particolare attenzione ai settori pertinenti dal punto di vista della stabilità finanziaria.

a) **Fondi con esposizioni particolarmente grandi al debito delle imprese**

Nell'ambito di un esercizio mirato con i fondi aventi esposizioni particolarmente grandi al debito delle imprese, è probabile che le seguenti informazioni risultino particolarmente utili dal punto di vista della stabilità finanziaria:

- i) *Informazioni per valutare il comportamento del fondo al manifestarsi della pandemia di COVID-19.* Tali informazioni potrebbero includere: (i) il livello di rimborsi osservato all'inizio della pandemia di COVID-19, quando i rimborsi derivanti da una serie di fondi obbligazionari societari erano elevati; (ii) il modo in cui sono stati utilizzati, all'epoca, gli strumenti di gestione della liquidità, compresi gli strumenti specifici attivati da diversi tipi di fondi; e (iii) quali tipi di attività sono stati venduti per soddisfare i rimborsi e in che modo (ad esempio, mediante taglio verticale).
- ii) *Informazioni per valutare lo stato di preparazione attuale.* Tali informazioni potrebbero comprendere le seguenti descrizioni: (i) l'insieme degli strumenti di gestione della liquidità a disposizione dei fondi individuati; (ii) il modo in cui i gestori dei fondi stessi si preparano ad eventuali shock negativi futuri; (iii) il modo in cui i gestori dei fondi stessi sarebbero probabilmente in grado di rispondere a un'eventuale ripresa dei rimborsi; (iv) le attuali attività liquide detenute dai fondi individuati; e (v) il numero e la natura degli investitori nel fondo (ad esempio investitori al dettaglio rispetto a investitori istituzionali).

b) **Fondi con esposizioni particolarmente grandi al settore immobiliare**

Nell'ambito di un esercizio mirato con i fondi aventi esposizioni particolarmente grandi al settore immobiliare, è probabile che le seguenti informazioni risultino particolarmente utili dal punto di vista della stabilità finanziaria:

- i) *Informazioni per valutare la portata attuale dell'incertezza nella valutazione e dell'attività di rimborso.* Tali informazioni potrebbero comprendere le seguenti descrizioni: i) questioni di incertezza nella valutazione cui sono soggetti i fondi immobiliari in diverse giurisdizioni, se del caso; ii) il modo in cui finora sono stati utilizzati gli strumenti di gestione della liquidità, compresi gli strumenti specifici attivati; e (iii) le dimensioni delle richieste di rimborso dall'inizio della pandemia COVID-19 e il modo in cui i fondi individuati hanno risposto a tali richieste.
- ii) *Informazioni per valutare lo stato di preparazione attuale.* Le informazioni potrebbero comprendere le seguenti descrizioni: (i) le caratteristiche strutturali dei fondi immobiliari (ad esempio, frequenza di negoziazione, periodi di preavviso ecc.); (ii) l'insieme degli strumenti di gestione della liquidità a disposizione dei fondi individuati; (iii) il modo in cui i gestori dei fondi stessi si preparano ad eventuali shock negativi futuri; (iv) il modo in cui i gestori dei fondi stessi sarebbero probabilmente in grado di rispondere a un aumento dell'incertezza nella valutazione/aumento dei rimborsi; (v) le attuali attività liquide detenute dai fondi individuati; e (vi) il numero e la natura degli investitori nei fondi individuati (ad esempio, investitori al dettaglio rispetto agli investitori istituzionali).