



European Securities and  
Markets Authority

# Orientamenti

sulle prove di stress di liquidità negli OICVM e nei FIA





# 1 Indice

I. Ambito di applicazione.....	2
II. Riferimenti normativi, abbreviazioni e definizioni .....	3
III. Finalità .....	6
IV. Conformità e obblighi informativi.....	7
V. Orientamenti sulle prove di stress di liquidità (LST) negli OICVM e nei FIA.....	8

# I. Ambito di applicazione

## Destinatari

1. I presenti orientamenti si applicano ai gestori, ai depositari e alle autorità nazionali competenti.

## Oggetto

2. I presenti orientamenti riguardano le prove di stress di liquidità negli OICVM e nei FIA.
3. In particolare, per quanto concerne i gestori, si applicano principalmente in riferimento all'articolo 16, paragrafo 1, della direttiva GEFIA, agli articoli 47 e 48 del regolamento di livello 2 che integra la direttiva GEFIA, all'articolo 51 della direttiva OICVM, all'articolo 40, paragrafo 3, della direttiva OICVM di livello 2 e all'articolo 28 del regolamento FCM.
4. Per quanto concerne i depositari, i presenti orientamenti si applicano principalmente in riferimento all'articolo 21 della direttiva GEFIA, all'articolo 92 del regolamento di livello 2 che integra la direttiva GEFIA, all'articolo 22, paragrafo 3, della direttiva OICVM e all'articolo 3 del regolamento di livello 2 che integra la direttiva OICVM.
5. I presenti orientamenti si applicano nei confronti degli OICVM e dei FIA, ivi compresi:
  - a) gli ETF, indipendentemente dal fatto che operino come OICVM o come FIA<sup>1</sup>;
  - b) i FIA di tipo chiuso che ricorrono alla leva finanziaria.
6. Gli orientamenti delle sezioni V.1.1 (Elaborazione dei modelli di LST), V.1.2 (Comprensione dei rischi di liquidità), V.1.3 (Principi di governance per gli LST), V.1.4 (La politica in materia di LST), V.2 (Orientamenti applicabili ai depositari) e i paragrafi 79 e 81 della sezione V.3 (Interazione con le autorità nazionali competenti) si applicano agli FCM, fatto salvo il regolamento FCM e gli orientamenti dell'ESMA che si applicano esclusivamente agli FCM<sup>2</sup> e sono prioritari in caso di conflitto.

---

<sup>1</sup> Per ragioni di chiarezza, si applicano gli orientamenti esistenti sugli OICVM che ricevono garanzie in base agli ["Orientamenti su questioni relative agli ETF e ad altri OICVM" \(ESMA 2014/937\)](#). Il paragrafo 45 degli "Orientamenti su questioni relative agli ETF e ad altri OICVM" dell'ESMA prevede che "[u]n OICVM che riceve garanzie per almeno il 30% delle sue attività deve predisporre un'adeguata politica in materia di prove di stress, per assicurare che vengano effettuate prove di stress periodiche in condizioni di liquidità normali ed eccezionali, al fine di consentire all'OICVM di valutare il rischio di liquidità legato alle garanzie". Tale provvedimento si riferisce alle circostanze che riguardano questa tipologia di OICVM, mentre gli Orientamenti sulle prove di stress di liquidità (LST, Liquidity Stress Testing) sono intesi a fornire indicazioni sull'applicazione delle prove per i fondi di investimento in generale e tutti gli OICVM devono tenerne conto.

<sup>2</sup> Al pari degli orientamenti dell'ESMA che definiscono parametri di riferimento comuni per gli scenari delle prove di stress da includere nelle prove di stress dei gestori di FCM (comunemente denominate ["ESMA34-49-115"](#)).

7. I presenti orientamenti devono essere adeguati alla natura, alle dimensioni e alla complessità del fondo; inoltre, il tema degli LST si sovrappone naturalmente ad altri aspetti della gestione della liquidità nell'ambito dei fondi, come la gestione delle attività liquide e meno liquide, la diversificazione e le misure di attuazione come gli strumenti ulteriori ex post per la gestione della liquidità (A-LTM, additional liquidity management tools). I presenti orientamenti non pretendono di fornire indicazioni esaustive su questioni di gestione della liquidità che esulano dall'ambito degli LST.

### Data di applicazione

8. I presenti orientamenti si applicano a partire dal 30 settembre 2020.

## II. Riferimenti normativi, abbreviazioni e definizioni

### Riferimenti normativi

<i>Direttiva OICVM</i>	Direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) <sup>3</sup> .
Direttiva OICVM di livello 2	Direttiva 2010/43/UE della Commissione, 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 <sup>4</sup> .
<i>Direttiva GEFIA</i>	Direttiva 2011/61/UE 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 <sup>5</sup> .
<i>Regolamento di livello 2 che integra la direttiva GEFIA</i>	Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione 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.
<i>RDC (UE) 2016/438</i>	Regolamento delegato (UE) 2016/438 della Commissione che integra la direttiva 2009/65/UE del Parlamento europeo

---

<sup>3</sup> GU L 302 del 17.11.2009, pagg. 32-96.

<sup>4</sup> GU L 176 del 10.7.2010, pagg. 42-61.

<sup>5</sup> GU L 174 del 1.7.2011, pag. 1.



e del Consiglio per quanto riguarda gli obblighi dei depositari<sup>6</sup>.

*Regolamento FCM*

Regolamento (UE) 2017/1131 sui fondi comuni monetari<sup>7</sup>.

*Regolamento ESMA*

Regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione<sup>8</sup>.

## Abbreviazioni

<i>FIA</i>	Fondo di investimento alternativo
<i>RMP FIA</i>	Risk Management Policy [Politica di gestione del rischio] dei FIA
<i>GEFIA</i>	Gestore di fondi di investimento alternativi
<i>a-LMT</i>	Additional Liquidity Management Tool [Strumenti ulteriori per la gestione della liquidità]
<i>ETF</i>	Exchange Traded Fund [Fondo negoziato in borsa]
<i>ESMA</i>	Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati
<i>CERS</i>	Comitato europeo per il rischio sistemico
<i>UE</i>	Unione europea
<i>FdF</i>	Fondo di fondi
<i>FSB</i>	Financial Stability Board [Consiglio per la stabilità finanziaria]
<i>FX</i>	Foreign Exchange [Scambi esteri]
<i>LST</i>	Liquidity Stress Testing [Prove di stress di liquidità]
<i>FCM</i>	Fondo comune monetario
<i>ANC</i>	Autorità nazionale competente

<sup>6</sup> GU L 78 del 24.3.2016, pagg. 11-30.

<sup>7</sup> GU L 169 del 30.6.2017, pagg. 46-127.

<sup>8</sup> GU L 331 del 15.12.2010, pag. 84.

<i>RCR</i>	Redemption Coverage Ratio [Coefficiente di copertura dei riscatti]
<i>RST</i>	Reverse Stress Testing [Prove inverse di stress]
<i>OICVM</i>	Organismo di investimento collettivo in valori mobiliari
<i>RMP degli OICVM</i>	Risk Management Process [Processo di gestione del rischio] degli OICVM

## Definizioni

<i>FIA di tipo chiuso</i>	FIA diverso da quelli di tipo aperto, ossia da quelli conformi ai criteri di cui all'articolo 1, paragrafo 2, del regolamento delegato (UE) n. 694/2014 della Commissione <sup>9</sup> .
<i>Depositario</i>	Depositario di un OICVM o di un FIA.
<i>A-LTM ex post</i>	Strumenti/misure che i gestori attuano in circostanze eccezionali per controllare o limitare le negoziazioni di azioni/quote di fondi nell'interesse degli investitori. Comprendono, in via non esclusiva, la sospensione delle negoziazioni di quote, il rinvio delle negoziazioni e fondi istituiti per lo smobilizzo delle attività illiquide.
<i>Prezzo di vendita forzata</i>	Liquidazione di un'attività con uno sconto rilevante rispetto al suo valore equo.
<i>Fondo</i>	Un OICVM o un FIA.
<i>Costo di liquidazione</i>	Costo pagato dal venditore di un'attività per l'esecuzione tempestiva di una determinata operazione a fini di liquidità.
<i>Rischio di liquidità</i>	Rischio di non poter vendere, liquidare o chiudere una posizione a costo limitato per adempiere in qualsiasi momento agli obblighi di riscatto delle quote/azioni.

---

<sup>9</sup> GU L 183 del 24.06.2014, pag. 18.

<i>Prove di stress di liquidità</i>	Strumento di gestione del rischio, contemplato dal quadro generale di gestione del rischio di liquidità di un gestore, con cui si simula una varietà di condizioni plausibili, normali e critiche (estreme, improbabili o sfavorevoli), per valutare il loro impatto potenziale sui finanziamenti (passività), sulle attività e sulla liquidità complessiva di un fondo, nonché la necessaria azione di follow-up.
<i>Gestore</i>	a) Nel caso di un OICVM è la società di gestione dell'OICVM o, nel caso di un OICVM autogestito, è la società di investimento dell'OICVM;  b) nel caso di un FIA, è il GEFIA o un FIA gestito internamente;  c) nel caso di un FCM, è il gestore dell'FCM.
<i>Coefficiente di copertura dei riscatti</i>	Quantificazione della capacità degli asset di un fondo di adempiere agli obblighi di finanziamento derivanti dalle passività del bilancio (per esempio nel caso di uno shock di riscatto).
<i>Prove inverse di stress</i>	Prova di stress a livello di fondo che comincia con l'individuazione di un esito predefinito relativo alla liquidità del fondo (per esempio il limite oltre il quale il fondo non sarebbe più abbastanza liquido da soddisfare le richieste di riscatto delle quote) e poi esamina gli scenari e le circostanze che potrebbero causare tale eventualità.
<i>Intese speciali</i>	Tipi specifici di misure a-LTM ex post a disposizione di alcuni FIA e in grado di incidere sui diritti di riscatto degli investitori, quali fondi istituiti per lo smobilizzo delle attività illiquide ( <i>side pocket</i> ) o soglie per la dilazione del rimborso ( <i>gate</i> ).
<i>Time to liquidity</i>	Approccio con cui il gestore può stimare l'importo delle attività liquidabili a un costo ragionevole per un determinato orizzonte temporale.

### III. Finalità

9. I presenti orientamenti sono emanati ai sensi dell'articolo 16, paragrafo 1, del regolamento ESMA, con la finalità di istituire pratiche di vigilanza coerenti, efficienti ed efficaci nell'ambito del Sistema europeo di vigilanza finanziaria e garantire un'applicazione comune, uniforme e coerente del diritto dell'Unione. In particolare, hanno l'obiettivo di aumentare la coerenza delle norme e, in alcuni casi, la frequenza



di LST già avviati nonché di promuovere la vigilanza convergente delle prove di stress di liquidità da parte delle autorità nazionali competenti.

## **IV. Conformità e obblighi informativi**

### **Status degli orientamenti**

10. Conformemente all'articolo 16, paragrafo 3, del regolamento ESMA, le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari devono compiere ogni sforzo per conformarsi ai presenti orientamenti.
  
11. Le autorità competenti alle quali si applicano i presenti orientamenti dovrebbero conformarvisi integrandoli nei propri quadri giuridici e/o di vigilanza nazionali, a seconda dei casi, anche laddove vi siano orientamenti specifici diretti principalmente ai partecipanti ai mercati finanziari. In tal caso, le autorità competenti dovrebbero far sì che, esercitando la facoltà di vigilanza, i partecipanti ai mercati finanziari si conformino agli orientamenti.

### **Obblighi di comunicazione**

12. Entro due mesi dalla data di pubblicazione degli orientamenti sul sito web dell'ESMA in tutte le lingue ufficiali dell'UE, le autorità competenti alle quali si applicano i presenti orientamenti devono notificare all'ESMA se i) sono conformi, ii) non sono conformi, ma intendono conformarsi o iii) non si conformano e non intendono conformarsi agli orientamenti.
  
13. In caso di non conformità, le autorità competenti notificano inoltre all'ESMA, entro due mesi dalla data di pubblicazione degli orientamenti sul sito web dell'Autorità in tutte le lingue ufficiali dell'UE, i motivi per cui non si conformano a tali orientamenti.
  
14. Un modello di notifica è disponibile sul sito web dell'ESMA che, una volta compilato, è trasmesso all'Autorità stessa.
  
15. I partecipanti ai mercati finanziari non sono tenuti a comunicare se si conformano a tali orientamenti.



## **V. Orientamenti sulle prove di stress di liquidità (LST) negli OICVM e nei FIA**

### **V.1 Orientamenti applicabili ai gestori**

#### **V.1.1 Elaborazione dei modelli di LST**

16. Nella definizione dei modelli di LST, i gestori devono determinare:

- a) i fattori di rischio che possono incidere sulla liquidità del fondo;
- b) i tipi di scenari da utilizzare e il loro livello di gravità;
- c) i differenti risultati e indicatori da monitorare sulla base degli esiti degli LST;
- d) la comunicazione alla dirigenza, degli esiti, dei risultati e degli indicatori degli LST;
- e) le modalità di utilizzo degli esiti degli LST da parte delle funzioni di gestione dei rischi e di gestione del portafoglio e da parte dell'alta dirigenza.

17. Un gestore deve assicurare che l'LST fornisca informazioni in grado di consentire un'azione di follow-up.

#### **V.1.2 Comprensione dei rischi di liquidità**

18. Un gestore deve conoscere bene i rischi di liquidità che derivano dalle attività e passività del bilancio del fondo e il suo profilo di liquidità generale, al fine di utilizzare l'LST appropriato per il fondo che gestisce.

19. Nell'utilizzo degli LST, il gestore deve trovare il punto di equilibrio in modo tale che la prova di stress di liquidità:

- a) sia adeguatamente mirata e specifica per il fondo ed evidenzi i fattori chiave del rischio di liquidità;
- b) si avvalga di una gamma di scenari sufficientemente ampia per rappresentare adeguatamente la diversità dei rischi del fondo.

#### **V.1.3 Principi di governance per gli LST**

20. Un LST deve essere correttamente integrato e incorporato nel quadro di gestione dei rischi del fondo a sostegno della gestione della liquidità; inoltre, deve essere sottoposto a una governance e a una vigilanza appropriate, comprendente procedure opportune di comunicazione e segnalazione.

21. Deve essere eseguito in condizioni analoghe rispetto ad altre operazioni di gestione dei rischi soggette a requisiti normativi in materia di indipendenza, ivi compreso l'obbligo per il personale addetto alla gestione dei rischi di agire in modo indipendente da altre funzioni quali, ad esempio, la gestione del portafoglio. Nondimeno, la struttura di governance deve considerare il modo in cui la funzione di gestione del portafoglio tiene conto dell'esito degli LST durante la gestione del fondo.
  
22. Se il gestore delega a un terzo le attività di gestione del portafoglio, occorre prestare particolare attenzione al requisito di indipendenza al fine di evitare di fare affidamento sugli LST del terzo o di esserne condizionati.
  
23. I requisiti organizzativi includono l'obbligo di gestire efficacemente i conflitti di interesse che possono sorgere quando si rendono operativi gli LST. Tali conflitti di interesse comprendono:
  - a. il fatto di consentire ad altre parti, quali il personale addetto alla gestione del portafoglio (inclusi gestori di portafoglio di entità giuridiche separate), di esercitare un'influenza indebita sull'esecuzione degli LST, nonché di fare assegnamento su giudizi relativi alla liquidità degli asset;
  
  - b. la gestione di informazioni relative ai risultati di prove di stress. Se le informazioni vengono condivise con un cliente, occorre garantire che ciò non sia incompatibile con l'obbligo del gestore di trattare equamente tutti gli investitori in termini di divulgazione di informazioni riguardanti il fondo.

#### **V.1.4 La politica in materia di LST**

24. Le prove di stress di liquidità devono essere documentate nell'ambito di una politica in materia di LST compresa nell'RMP degli OICVM e dei FIA, in base alla quale il gestore sia tenuto a rivedere e adeguare periodicamente, se necessario, l'LST a seconda dei casi. La politica in materia di LST deve almeno includere gli aspetti seguenti:
  - a) una chiara definizione del ruolo dell'alta dirigenza nella procedura, organo di gestione compreso (per esempio il consiglio di amministrazione o il comitato di gestione);
  
  - b) la sua titolarità interna, indicando quali siano le funzioni responsabili del suo svolgimento;
  
  - c) la sua interazione con altre procedure di gestione del rischio di liquidità, ivi compresi i piani di emergenza del gestore e la funzione di gestione del portafoglio;
  
  - d) l'obbligo di segnalare periodicamente a livello interno i risultati degli LST, specificando la frequenza e i destinatari della relazione;
  
  - e) una revisione periodica, la documentazione dei risultati e una procedura per modificare la politica nel caso in cui la revisione lo richieda;

- f) le circostanze da segnalare, tra cui i casi di violazione dei limiti/valori soglia;
- g) i fondi soggetti agli LST;
- h) la validazione iniziale dei modelli di LST e delle ipotesi alla loro base, da eseguire indipendentemente dalla gestione del portafoglio, anche se non necessariamente da parte di un'entità/una persona esterna rispetto al gestore;
- i) i tipi e il livello di gravità degli scenari delle prove di stress utilizzati e i motivi della loro selezione;
- j) le ipotesi utilizzate in relazione alla disponibilità dei dati per gli scenari, la logica alla loro base e la loro frequenza di revisione;
- k) la frequenza con cui l'LST viene svolto e i motivi per la scelta di tale frequenza;
- l) i metodi di liquidazione delle attività, comprese le limitazioni e le ipotesi utilizzate.

### **V.1.5 Frequenza degli LST**

25. Gli LST devono essere effettuati con una cadenza almeno annuale e, ove opportuno, utilizzati in tutte le fasi del ciclo di vita di un fondo. Si raccomanda di ricorrere a LST trimestrali o più frequenti; la scelta di una frequenza più alta o più bassa deve basarsi sulle caratteristiche del fondo e la politica in materia di LST deve indicare i motivi di tale scelta. Su questo punto è consentita una certa flessibilità a seconda della natura, delle dimensioni e della complessità del fondo e del profilo di liquidità.
26. Quando scelgono la frequenza adeguata, i gestori devono tenere conto degli aspetti seguenti:
- a) la liquidità del fondo determinata dal gestore e tutte le variazioni riguardanti la liquidità degli asset;
  - b) il fatto che la frequenza deve essere adeguata al fondo invece che basata su un approccio univoco per tutti i fondi di competenza del gestore;
  - c) la natura del veicolo (di tipo chiuso o di tipo aperto), la politica in materia di rimborso e di LMT come le soglie per la dilazione del rimborso o i fondi istituiti per lo smobilizzo delle attività illiquide possono essere fattori supplementari da prendere in considerazione quando si determina la frequenza adeguata degli LST.
27. I gestori devono tenere conto dei fattori descritti nella tabella seguente quando determinano la frequenza adeguata degli LST.

<b>Frequenza degli LST consigliata</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Trimestrale</b>, a meno che le caratteristiche del fondo non giustifichino una frequenza superiore o inferiore. La motivazione deve essere riportata nella politica in materia di LST.</li> </ul>
<b>Fattori che possono aumentare la frequenza degli LST periodici</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un aumento della frequenza di negoziazione delle quote.</li> <li>• Un aumento dei rischi derivanti dalle passività (per esempio una base di investitori concentrata).</li> <li>• Una strategia di investimento complessa (per esempio con un ampio utilizzo di derivati).</li> <li>• Una base patrimoniale meno liquida.</li> <li>• Un evento imminente che potrebbe incidere negativamente sulla liquidità del fondo.</li> </ul>
<b>Fattori che possono ridurre la frequenza degli LST periodici</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Una base patrimoniale particolarmente liquida.</li> <li>• Un calo della frequenza di negoziazione delle quote.</li> </ul>
<b>Utilizzo consigliato di LST ad hoc</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se il gestore individua un rischio sostanziale per la liquidità di un fondo e deve porvi tempestivamente rimedio, occorre eseguire un LST non appena possibile.</li> </ul>

## V.1.6 Utilizzo dei risultati degli LST

28. Gli LST dovrebbero produrre esiti tali da:

- a) contribuire ad assicurare che il fondo sia sufficientemente liquido, in conformità delle norme applicabili e delle condizioni di riscatto concordate nella documentazione del fondo;
- b) consolidare la capacità del gestore di amministrare la liquidità del fondo nell'interesse degli investitori, anche nella fase di pianificazione relativa a periodi caratterizzati da un rischio di liquidità più elevato;
- c) contribuire a individuare potenziali carenze a livello di liquidità in una strategia di investimento e fornire assistenza nel relativo processo decisionale;
- d) contribuire al monitoraggio della gestione del rischio e del processo decisionale e, in qualità di strumento ulteriore per la gestione dei rischi, permettere al gestore di determinare limiti interni pertinenti relativi alla liquidità del fondo. Questo può includere il fatto di garantire che i risultati delle prove di stress di liquidità siano quantificabili con un parametro comparabile (per esempio un indicatore chiave di rischio).

29. Gli LST devono assistere un gestore nella preparazione di un fondo in vista di una crisi e, più in generale, nella sua pianificazione per le emergenze, che può prevedere un piano per rendere operativa l'applicazione di un A-LTM ex post nei confronti di un fondo.

### **V.1.7 Adeguamento degli LST a tutti i fondi**

30. Le prove di stress di liquidità devono essere opportunamente adeguate a ciascun fondo calibrando, tra l'altro:

- a) la loro frequenza;
- b) le tipologie e il livello di gravità degli scenari da utilizzare per creare situazioni di stress, che dovrebbero sempre essere sufficientemente gravi ma plausibili e basarsi su rischi di liquidità derivanti delle attività e dalle passività del bilancio del fondo, nonché dal suo profilo di liquidità generale;
- c) le ipotesi riguardanti il comportamento degli investitori (rimborsi lordi e netti) e la liquidazione delle attività;
- d) la complessità del modello di LST, che deve corrispondere alla complessità della strategia di investimento del fondo, alla composizione del portafoglio, all'LMT e all'utilizzo di tecniche efficienti di gestione del portafoglio;
- e) nel caso di un ETF, le specificità degli ETF, considerando per esempio il ruolo dei partecipanti autorizzati, i modelli di riscatto e di replicazione.

### **V.1.8 Scenari degli LST**

31. Le prove di stress di liquidità devono servirsi di scenari ipotetici e storici e, ove opportuno, di RST. Gli LST non devono affidarsi eccessivamente ai dati storici, soprattutto perché gli stress futuri possono differire da quelli passati.

32. Gli scenari storici per le prove di stress potrebbero comprendere la crisi finanziaria globale (2008-2010) e la crisi europea del debito (2010-2012). Scenari ipotetici potrebbero includere l'aumento dei tassi di interesse, l'ampliamento dei differenziali creditizi o eventi politici.

33. I gestori che si avvalgono delle prove inverse di stress dovrebbero simulare la liquidazione di attività in un periodo di tensione eccezionale del mercato. Gli RST devono considerare il trattamento dei detentori di quote restanti e di quelli che procedono al riscatto, il ruolo dei costi di transazione e l'eventualità che i prezzi di vendita forzata vengano accettati o meno.

34. I fondi impegnati in strategie di investimento che li espongono a rischi a bassa probabilità e con un impatto potenzialmente elevato devono prestare particolare attenzione all'impiego degli RST per valutare le conseguenze di un evento estremo di mercato per il loro profilo di liquidità.
35. Gli RST si possono utilizzare per stabilire se occorra un intervento per assicurare che il fondo sia adeguatamente liquido o se tale circostanza sia abbastanza eccezionale per far sì che una sospensione debba essere imposta in conformità alle norme applicabili. Nel caso degli OICVM, le "circostanze eccezionali" sono quelle previste dall'articolo 84, paragrafo 2, della direttiva OICVM, dalle norme nazionali applicabili e dal prospetto del fondo o dalle norme dello stesso.
36. Un FIA può inoltre far ricorso agli RST per simulare l'entità delle attività liquidabili prima di attuare "intese speciali" consentite dalla sua politica di rimborso e dalle norme nazionali.<sup>10</sup>

### **V.1.9 Disponibilità dei dati**

37. Le prove di stress di liquidità devono dimostrare che un gestore è in grado di superare i limiti relativi alla disponibilità dei dati, per esempio:
- a) evitando ipotesi ottimistiche;
  - b) motivando il ricorso ai modelli di LST di terzi, anche nel caso in cui il modello venga sviluppato da un gestore di portafogli terzo;
  - c) formulando valutazioni qualitative a livello di esperti.
38. In particolare, i gestori devono adeguare il loro approccio se i dati sono limitati e tutte le ipotesi utilizzate devono essere adeguatamente riviste.
39. Occorre simulare riduzioni plausibili della liquidità degli asset in condizioni di mercato sia normali sia critiche, in particolare nei casi in cui i dati storici non forniscono esempi di situazioni di stress sufficientemente gravi. Non si deve ipotizzare che il portafoglio sia liquidabile per un valore pari all'intero volume giornaliero medio degli scambi di un'attività, a meno che tale ipotesi non si possa giustificare con prove empiriche.

---

<sup>10</sup> Considerando 59 del regolamento (UE) n. 231/2013 (regolamento di livello 2 che integra la direttiva GEFIA).

## **V.1.10 Sviluppo del prodotto**

40. Durante la progettazione del prodotto, il gestore di un fondo che richieda l'autorizzazione a un'ANC deve:

- a) essere in grado di dimostrare all'ANC che gli elementi principali del fondo, ivi comprese la sua strategia e la frequenza di negoziazione, lo mantengano sufficientemente liquido in circostanze normali e in condizioni di stress;
- b) ove opportuno, effettuare prove di stress di liquidità sia sul fronte delle attività (utilizzando un portafoglio tipo) che su quello delle passività, integrando il profilo degli investitori previsto sia nelle prime fasi che in quelle conclusive dell'esistenza del fondo.

41. Gli LST si possono eseguire anche al momento del lancio del fondo per contribuire all'individuazione dei fattori rilevanti per la sua futura gestione dei rischi, per esempio quantificando la sensibilità al rischio di liquidità del fondo, identificando i fattori che influiscono su tale rischio e i parametri/i principali indicatori di rischio per monitorarlo in prospettiva, stabilendo la frequenza della gestione dei rischi e valutando l'adozione di potenziali A-LTM ex post o di intese speciali da includere nel prospetto o nelle norme del fondo.

## **V.1.11 Prove di stress sulle attività di un fondo per determinare l'impatto sulla sua liquidità**

42. Gli LST devono consentire a un gestore di valutare non solo quando e/o a quale costo liquidare le attività di un portafoglio, ma anche se tale operazione sia ammessa considerando gli aspetti seguenti:

- a) gli obiettivi e la politica d'investimento del fondo;
- b) l'obbligo di gestire il fondo nell'interesse degli investitori;
- c) l'eventuale obbligo applicabile di liquidare le attività a costo limitato;
- d) l'obbligo di conservare il profilo di rischio del fondo in seguito alla liquidazione di una parte delle sue attività.

43. Il costo di liquidazione e il time to liquidity sono i due approcci principali normalmente utilizzati dai gestori per simulare la liquidità degli asset in condizioni normali e di stress. I gestori devono applicare il metodo opportuno per il singolo fondo ed è possibile adottare altri approcci nei suoi confronti.

44. Il costo di liquidazione dipende dal tipo di attività, dall'orizzonte di liquidazione e dall'entità degli scambi/dell'ordine, tre fattori di cui i gestori devono tener conto quando valutano il costo di liquidazione delle loro attività in condizioni normali e di stress.
45. I gestori devono considerare un numero e una varietà considerevole di stress di mercato nella stima del costo e dei tempi di liquidazione in condizioni di stress, che in genere sono caratterizzate da un aumento della volatilità, da un calo della liquidità (ad esempio per un ampliamento dello scarto denaro/lettera) e da tempi più lunghi per effettuare la liquidazione (a seconda della classe di attività). In tale contesto, i gestori non devono fare riferimento solo a osservazioni storiche afferenti ai mercati sotto stress.
46. Nell'ambito degli LST, un gestore deve scegliere il metodo di liquidazione degli asset tenendo conto delle attività e delle passività nonché delle condizioni di riscatto del fondo; inoltre deve essere conscio dei limiti del metodo e, al fine di mitigarli, adeguare prudenzialmente la gestione generale del suo rischio di liquidità.
47. Il metodo di liquidazione degli asset nell'ambito di un LST deve:
- a) rispecchiare le modalità di liquidazione degli asset da parte di un gestore in condizioni normali e di stress, in conformità a norme applicabili, requisiti giuridici (ai sensi della direttiva OICVM) o limiti specifici per il fondo stabiliti nel prospetto o nelle norme del fondo;
  - b) garantire che il modello impiegato per il fondo sia e resti conforme ai suoi obiettivi, alla sua politica d'investimento e alle sue norme;
  - c) rispecchiare una gestione del fondo nell'interesse di tutti gli investitori (ivi compresi quelli che procedono al riscatto e quelli restanti);
  - d) osservare gli obblighi applicabili al fondo per conservare il profilo di rischio previsto dalla sua documentazione;
  - e) rispecchiarsi nella politica in materia di LST;
  - f) tenere conto, ove pertinente, dei potenziali effetti negativi su altri investitori o sull'integrità del mercato in generale.
48. I gestori devono prestare particolare attenzione agli scenari a bassa probabilità e a impatto elevato, ivi compresa la potenziale difficoltà di determinare in modo attendibile i prezzi di attività meno liquide in un periodo di tensione del mercato.



## **V.1.12 Prove di stress sulle passività di un fondo per determinare l'impatto sulla sua liquidità**

49. Gli LST devono comprendere scenari relativi alle passività del fondo, includendo sia i riscatti sia altre possibili fonti di rischio per la liquidità derivanti dal passivo di bilancio.
50. Le prove di stress di liquidità devono contemplare fattori di rischio relativi al tipo e alla concentrazione degli investitori in base alla natura, alle dimensioni e alla complessità del fondo.
51. Le richieste di riscatto rappresentano la fonte di rischio più comune e, in generale, la più rilevante per la liquidità dei fondi di investimento. Inoltre diversi tipi di passività nel bilancio di un fondo e il loro potenziale impatto sulla sua liquidità variano a seconda del fondo stesso. Nel corso della gestione dei rischi connessi alle passività, si potrebbe inoltre considerare la possibilità di adottare intese speciali o A-LMT.
52. Per quanto concerne le condizioni normali, i gestori potrebbero monitorare i flussi storici in uscita (media e tendenze nel corso del tempo), la media dei riscatti di fondi analoghi e le informazioni provenienti da qualsiasi rete di distribuzione riguardante le previsioni in materia di riscatti. I gestori devono garantire che la serie temporale sia abbastanza lunga da riflettere correttamente condizioni "normali".
53. Per quanto riguarda le condizioni di stress, gli scenari esemplificativi sono costituiti da tendenze ed eventi storici, trend contemporanei di fondi analoghi, scenari ipotetici/indotti dagli eventi e prove inverse di stress.
54. In base alla disponibilità di dati storici dettagliati sui riscatti per ciascun tipo di investitore e di altre informazioni sulla distribuzione specifica di un fondo, i gestori possono inoltre simulare richieste di riscatto da parte di diversi tipi di investitori.
55. I gestori devono tenere conto del grado in cui variabili derivanti da fattori supplementari (come il comportamento degli investitori, per esempio) possono o devono essere integrate nei loro scenari nel modello di LST. La scelta in merito al grado di dettaglio, alla profondità di analisi e all'utilizzo dei dati dipende dalla necessità e dalla proporzionalità. I gestori devono comprendere i rischi potenziali connessi alla base di investitori del fondo ed essere in grado di dimostrare che tali rischi rappresentano un fattore rilevante per la gestione ordinaria del rischio di liquidità di un fondo.

56. La tabella in basso riporta esempi di fattori relativi al comportamento degli investitori che è possibile integrare nel modello di LST.

Fattore	Esempi di potenziale rischio di liquidità	Esempi di potenziale integrazione negli LST
<b>Categoria di investitore</b>	Il rischio associato al riscatto può variare a seconda del tipo di investitore. Per esempio, la probabilità di riscatto in condizioni di stress può essere classificata in base alla categoria degli investitori (gestori patrimoniali, schemi pensionistici, investitori diretti al dettaglio o altri OICVM o FIA).	Sulla base delle conoscenze del gestore e dell'esperienza dei suoi clienti, il modello di LST può simulare, per esempio, fondi di fondi con un rischio di riscatto maggiore rispetto ad altri tipi di investitori, e simulare innanzitutto il loro prelievo dal fondo.
<b>Concentrazione degli investitori</b>	Uno o più investitori possono detenere una quota sensibilmente maggiore del fondo rispetto ad altri, cosa che comporta un particolare rischio per la liquidità del fondo legato alla possibilità di riscatto da parte dell'investitore/degli investitori.	Il modello adottato dal gestore può prevedere che uno o alcuni dei maggiori investitori riscattino simultaneamente le quote del fondo in un determinato periodo di tempo <sup>11</sup> .
<b>Sede degli investitori</b>	Investitori situati in regioni o paesi diversi possono rappresentare un rischio distinto associato al riscatto a causa di fattori idiosincratici legati ad aspetti politici, economici o di altro tipo connessi alla loro sede. Per esempio, gli investitori di una regione soggetta a una politica monetaria diversa possono comportare rischi distinti associati al riscatto nel corso di periodi in cui variano i tassi di cambio e/o di interesse. Rischi politici e/o economici possono inoltre indurre investitori di altri paesi o regioni a richiedere il riscatto.	Il gestore può simulare innanzitutto il riscatto da parte di una quota rilevante di investitori situati in un paese specifico in un determinato periodo di tempo.

<sup>11</sup> Questo esercizio può avere un'utilità limitata se il fondo ha solo un investitore istituzionale che coopera con il gestore relativamente all'intenzione di sottoscrivere o riscattare quote.

<p><b>Strategia degli investitori</b></p>	<p>Gli investitori adottano spesso strategie a lungo termine e, in ogni caso, difficili da rettificare in corsa; tuttavia, alcuni di essi seguono strategie stereotipate o predefinite che possono presentare un particolare rischio associato al riscatto in condizioni di mercato mutevoli. Per esempio, alcuni fondi si prefiggono esplicitamente come obiettivo un livello di rischio (misurato in base alla volatilità) e sono identificabili come tali per via dei loro nomi e degli obiettivi di investimento dichiarati. Questi fondi cercano spesso di ridurre i rischi nei periodi di forte volatilità e, in tali periodi, possono presentare un maggior rischio associato al riscatto nell'ambito di determinate classi di attività. Se i fondi con strategie stereotipate o predefinite sono investitori, è possibile che il gestore debba prestare la dovuta attenzione al rischio di liquidità che questi fondi comportano in condizioni di mercato normali e di stress.</p>	<p>Il gestore può simulare i riscatti da parte di investitori che seguono strategie analoghe in condizioni di mercato normali e di stress.</p>
---	--	--

### V.1.13 Prove di stress di liquidità su altri tipi di passività

57. Ove opportuno, un gestore deve includere altri tipi di passività nei suoi LST in condizioni di mercato normali e critiche. Devono essere sottoposte alle prove di stress di liquidità tutte le voci pertinenti del passivo di bilancio del fondo, ivi comprese quelle diverse dai riscatti.
58. I riscatti netti potrebbero non essere il solo rischio rilevante per la liquidità che sia imputabile al passivo di bilancio e debba pertanto essere sottoposto alle prove di stress di liquidità. In alcuni casi, gli LST devono stabilire le circostanze in cui il rischio di liquidità non si possa attenuare, per esempio nel caso di un livello di richieste di margini che il fondo non sia in grado di soddisfare. La pianificazione per le emergenze deve riflettere adeguatamente questo aspetto e contribuire a mitigare il rischio di liquidità in tali circostanze.
59. La tabella in basso riporta esempi di fattori che possono incidere sul rischio di liquidità.

Tipo di passività	Esempi di fattori che possono incidere sul rischio di liquidità	Eventi potenziali simulabili
Derivati	Le alterazioni del valore del sottostante possono dar luogo a richieste di margini sul mercato dei derivati, incidendo sulla liquidità disponibile del fondo	Simulazione di una modifica del valore del sottostante del derivato, tale da comportare una richiesta di margini più ampia del previsto
Capitale impegnato	I fondi che investono in attività reali o immobili devono spesso impegnare capitale per finanziare l'investimento (per esempio costi di manutenzione o di ristrutturazione).	Simulazione di eventi impreveduti che causano esborsi nuovi/più elevati di capitale per un investimento immobiliare
Operazione di finanziamento tramite titoli / gestione efficiente del portafoglio	I fondi che prestano asset sono esposti al rischio di controparte del prestatario e al rischio di liquidità associato che deriva da una potenziale insolvenza. Mentre il primo può essere attenuato dalle garanzie costituite, il secondo non è eliminabile (considerando la liquidità delle garanzie).	Simulazione dell'insolvenza della controparte nell'ambito di un'operazione di prestito di titoli. Simulazione del rischio relativo al reinvestimento della garanzia reale in contante
Pagamento degli interessi/dei crediti	I fondi che contemplano la leva finanziaria nella loro strategia di investimento sono soggetti al rischio di liquidità legato a fattori come la sensibilità ai tassi di interesse.	Simulazione dell'aumento dei tassi di interesse correlati agli obblighi di pagamento del fondo

### V.1.14 Fondi che investono in attività meno liquide

60. Gli LST devono riflettere i rischi connessi alle attività meno liquide e i rischi di passività.

61. Rispetto ai fondi che investono in titoli maggiormente liquidi, tanti fondi investiti in attività meno liquide presentano rischi distinti legati sia alle attività che alle passività. Per esempio, molti FIA che investono in beni immobili sono caratterizzati da periodi di negoziazione meno frequenti e da periodi di notifica che riducono il rischio di passività associato ai riscatti. Tuttavia, anche questi fondi sono esposti a un rischio di passività

specifico legato alla manutenzione dei beni immobili (comprendente rischi difficilmente simulabili come quelli giuridici).

62. I fondi che investono in attività meno liquide, inoltre, dispongono intrinsecamente di una minore flessibilità per migliorare la liquidità complessiva attraverso la vendita di attività con uno sconto ridotto nei periodi in cui le condizioni di mercato sono critiche. Pertanto gli esiti di LST svolti da gestori di attività meno liquide potrebbero presentare alcune caratteristiche distintive.
63. Per quanto riguarda questo tipo di attività, rivestiranno una certa importanza scenari a bassa probabilità ma ad alto impatto, tra cui la potenziale difficoltà di determinare in modo attendibile i prezzi di attività meno liquide in un periodo di tensione del mercato. Queste attività possono risultare particolarmente vulnerabili in assenza di liquidità nei periodi di stress di mercato, incidendo sul *time to liquidity*, sul costo di liquidazione e anche sulla possibilità o meno di liquidare completamente le attività tenendo conto dell'interesse degli investitori. In tale contesto gli RST possono rappresentare uno strumento particolarmente prezioso, contribuendo a individuare scenari che potrebbero comportare un rischio di liquidità significativo per il fondo (per esempio identificando scenari che determinerebbero l'imposizione di intese speciali o sospensioni).
64. La natura di una base patrimoniale meno liquida può aumentare ulteriormente l'importanza dei gestori che garantiscono un trattamento imparziale degli investitori in condizioni di mercato critiche. Le prove di stress di liquidità potrebbero dunque aiutare un gestore a definire un quadro di governance inteso a propiziare risultati equi per tutti gli investitori, contribuendo a plasmare un modello equo per la liquidazione delle attività.
65. Un metodo che un gestore può impiegare per valutare la liquidità può consistere nel privilegiare l'esecuzione di LST ad hoc per i fondi che investono in attività meno liquide, nel caso in cui sia stato individuato un evento imminente che potrebbe incidere negativamente sulla liquidità del fondo. Pertanto i gestori devono prestare particolare attenzione relativamente all'adeguatezza della frequenza degli LST per i fondi che investono in attività meno liquide.
66. I fondi di fondi che assumono un'esposizione indiretta ad attività meno liquide per mezzo dei loro fondi target devono tenere in debito conto le considerazioni relative a tali attività; questo perché l'esposizione sottostante di questi fondi target potrebbe comportare la sospensione del veicolo d'investimento target o l'adozione di altre misure, con un possibile impatto sui fondi di fondi, ragion per cui il modello di LST dovrebbe considerare questo rischio.

### **V.1.15 LST sulle attività e passività combinate**

67. Dopo aver sottoposto a prove di stress distinte le attività e le passività del bilancio del fondo, il gestore deve combinare i risultati degli LST in modo appropriato per determinare l'effetto complessivo sulla liquidità del fondo stesso.
68. Gli LST sulle attività e passività combinate possono servire a valutare quali fondi presentino il maggior rischio di liquidità in un determinato momento, considerando tale rischio sia sul fronte delle attività che su quello delle passività. Questo aspetto può risultare importante nella pianificazione delle emergenze di un gestore in vista di una crisi, per esempio nella programmazione dell'impatto del rischio di liquidità cristallizzato per uno o più fondi a livellodi società.<sup>12</sup>
69. I gestori devono integrare il punteggio di rischio nell'LST quando quest'ultimo consente di migliorare la previsione della liquidità per i fondi di loro competenza, anche nella pianificazione per le emergenze e nella preparazione operativa in vista di una crisi di liquidità.
70. L'esito di un LST sulle attività e passività combinate può costituire una metrica o un punteggio di comparabilità, per esempio in base all'RCR. L'approccio scelto dal gestore deve essere spiegato e documentato nella politica dell'LST, soprattutto se non richiede la valutazione dei tempi e/o dei costi di liquidazione delle attività di un portafoglio, come indicato nel paragrafo 42. Se è possibile confrontare un fondo di competenza del gestore con un altro avvalendosi di tale metrica, ciò può costituire un indicatore di rischio significativo per l'alta dirigenza.<sup>13</sup>
71. Nei casi in cui i punteggi/parametri del fondo cambino significativamente in un determinato lasso di tempo, gli LST sulle attività e passività combinate possono contribuire alla realizzazione di un sistema di allarme per valutare se sia necessario prendere provvedimenti in merito alla liquidità di un fondo.

### **V.1.16 Aggregazione delle prove di stress di liquidità per più fondi**

72. Un gestore deve aggregare gli LST cui sono stati sottoposti fondi di sua competenza se ritiene che tale attività sia opportuna.

---

<sup>12</sup> CERS/2017/6, pag. 31.

<sup>13</sup> Per maggiori informazioni, cfr. [Guide to the use of stress tests as part of risk management within asset management companies](#), AMF, pag. 18, e [Liquidity stress testing in German asset management companies](#), BaFin, pagg. 29-31.

73. L'aggregazione degli LST relativi a vari fondi comporta l'utilizzo della stessa prova di stress di liquidità su più di un fondo con strategie o esposizioni analoghe. Ciò può risultare utile quando si valuta la capacità di un mercato meno liquido di assorbire le vendite di attività, nel caso in cui queste ultime dovessero verificarsi contestualmente nei fondi di competenza del gestore; inoltre può essere particolarmente pertinente quando tali fondi possiedono un livello rilevante di attività su un mercato determinato. L'aggregazione degli LST può consentire al gestore di stabilire meglio il costo di liquidazione o il time to liquidity di ciascun titolo considerando l'entità degli scambi, le condizioni di stress del mercato e il rischio di controparte.

## V.2 Orientamenti applicabili ai depositari

74. Un depositario deve stabilire opportune procedure di verifica per controllare se il gestore di un fondo metta in atto procedure documentate per il suo programma di LST.

75. La verifica non richiede che il depositario valuti l'adeguatezza delle prove di stress di liquidità. Per esempio, un modo per verificare che l'LST sia in atto e venga svolto consiste nel confermare che l'RMP degli OICVM o dei FIA preveda la possibilità per il gestore di sottoporre il fondo alla prova di stress di liquidità.

76. A norma sia della direttiva OICVM che della direttiva GEFIA, i depositari sono tenuti ad attuare procedure per verificare che il fondo operi conformemente agli obblighi previsti da tali direttive<sup>14</sup>.

77. Se il depositario non è soddisfatto dell'LST in atto, deve intervenire come previsto in caso di qualsiasi altra potenziale violazione delle norme da parte di un gestore. A seconda del regime nazionale, ciò può comportare che un depositario (o un gestore) comunichi all'ANC che il gestore non ha osservato le norme applicabili.

78. Il depositario non deve necessariamente replicare o contestare l'LST eseguito da un gestore.

---

<sup>14</sup> Nel caso degli OICVM, ai sensi dell'articolo 3, paragrafo 2, del regolamento delegato (UE) 2016/438 della Commissione, mentre nel caso dei FIA a norma dell'articolo 95 del regolamento delegato (UE) 231/2013 della Commissione.

### **V.3 Interazione con le autorità nazionali competenti**

79. Le ANC possono richiedere a loro discrezione che un gestore effettui una prova di stress di liquidità per contribuire a dimostrare che un fondo sarà probabilmente conforme alle norme applicabili, anche per quanto riguarda la capacità del fondo di soddisfare le richieste di riscatto in condizioni normali e di stress.

80. I gestori devono inoltre notificare alle ANC i rischi rilevanti e le azioni adottate per farvi fronte.

81. Le ANC possono richiedere a loro discrezione ai gestori di notificare altre informazioni relative agli LST, tra cui i modelli di prove di stress di liquidità e i loro risultati, in particolare durante un periodo caratterizzato da riscatti considerevoli sul mercato.