

## Ai membri dell'associazione



Basilea, 6° aprile 2020  
membro/circolare DIM

**N. 03/2020**

### **Investimenti collettivi di capitale in caso di volatilità eccezionalmente elevata e liquidità limitata**

Gentili signore e signori,

con la nostra circolare del 26 marzo 2020 vi abbiamo già informato sulle nostre attività in relazione al Covid-19. La SFAMA è a stretto contatto con i suoi membri e le autorità. Ci adoperiamo pertanto affinché, anche in questa situazione di crisi, si tenga adeguatamente conto delle istanze del nostro settore e ci impegniamo a fornire regolarmente informazioni sulle questioni rilevanti.

Gli attuali sviluppi dei mercati a causa del Covid-19 sollevano sempre più interrogativi in merito alla valutazione di investimenti collettivi di capitale e all'approccio da adottare in caso di carenze di liquidità a breve termine dovute a un accumulo dei riscatti. Al momento per molti membri sono in corso di verifica preventiva anche i meccanismi giuridici e previsti dai documenti dei fondi che si applicherebbero nel concreto. La presente circolare ha lo scopo di fornire una panoramica delle possibilità esistenti per gli investimenti collettivi di capitale svizzeri aperti, per favorire così una comprensione pressoché uniforme negli operatori di mercato. La FINMA ha preso atto delle seguenti osservazioni.

#### **1. Basi giuridiche**

##### **a. Situazione iniziale**

Ai sensi dell'art. 78 cpv. 2 LICol, gli investitori di investimenti collettivi di capitale aperti sono di norma autorizzati a esigere in ogni momento il riscatto delle loro quote e il loro pagamento in contanti. Tuttavia, possono verificarsi situazioni in cui un eventuale riscatto e/o rimborso in qualsiasi momento, a causa di circostanze eccezionali, non va nell'interesse degli investitori. Per questo genere di situazioni, che possono derivare in generale dalla difficile valutazione o dal limitato accesso al mercato di alcuni investimenti oppure da circostanze eccezionali, il legislatore ha previsto determinate eccezioni. Si tratta, da un lato, di eccezioni al diritto di riscatto in qualsiasi momento (art. 79 LICol) e, dall'altro, di una dilazione limitata nel tempo dei rimborsi (art. 81 LICol). A differenza di altre piazze di localizzazione di fondi, il diritto svizzero sugli investimenti collettivi non prevede oltre alla dilazione dei rimborsi nessuna possibilità esplicita di limitare temporaneamente il diritto al riscatto di tutti gli investitori.

Per poter ricorrere alle suddette disposizioni speciali nel caso specifico, esse devono essere previste nei documenti del fondo approvati dalla FINMA.

Per completezza, per quanto riguarda gli investimenti collettivi di capitale quotati, compresi ETF e fondi immobiliari, si rimanda ai relativi obblighi di comunicazione ai sensi dei regolamenti del SIX e, nel caso dei fondi immobiliari, all'autoregolamentazione della SFAMA a questo proposito.<sup>1</sup>

**b. Eccezioni al diritto di riscatto in qualsiasi momento (art. 79 LICol/art. 109 OICol)**

L'art. 79 cpv. 1 LICol conferisce al Consiglio federale il potere di prevedere eccezioni al diritto di riscatto in qualsiasi momento, a mente delle direttive di investimento, nel caso di investimenti collettivi di capitale di più difficile valutazione o con accesso limitato al mercato. Il Consiglio federale si è avvalso di tale competenza nel quadro dell'art. 109 OICol. Così nel caso di investimenti collettivi di capitale di difficile valutazione o di limitato impatto sul mercato, il regolamento del fondo può prevedere che la disdetta abbia luogo solo a determinate scadenze, ma almeno quattro volte all'anno (cpv. 1). Inoltre, la FINMA può, su richiesta motivata, limitare il diritto di riscatto in qualsiasi momento a seconda degli investimenti e della politica di investimento (cpv. 2). Ciò deve essere espressamente menzionato nei documenti del fondo (cpv. 3). In questo caso si tratta di un'eccezione generale al diritto di riscatto in qualsiasi momento, e non di una disposizione speciale per poter reagire a condizioni eccezionali.

**c. Gating (art. 109 cpv. 5 e 6 OICol)**

Nell'ambito dell'adeguamento dell'OICol con LSerFi/LIsFi, l'art. 109 OICol è stato integrato con una disposizione esplicita relativa al «gating» (cpv. 5). Di conseguenza, nel regolamento del fondo, la direzione del fondo e la SICAV possono prevedere una riduzione proporzionale delle richieste di riscatto al raggiungimento di una determinata percentuale o soglia in un determinato momento (gating), se sussistono circostanze eccezionali e se ciò è nell'interesse degli investitori rimanenti. La parte rimanente delle richieste di riscatto è da considerarsi pervenuta il successivo giorno di valutazione. I dettagli devono essere resi noti nel regolamento del fondo.<sup>2</sup> La FINMA deve approvare l'introduzione di un gating nel regolamento del fondo. Sebbene questa regola sia applicabile dal 1° gennaio 2020 con l'entrata in vigore di LSerFi/LIsFi, non è una novità in quanto la FINMA consentiva già prima l'inserimento di clausole di gating nei documenti del fondo.

**d. Dilazione del rimborso (art. 81 LICol/art. 110 OICol)**

Il Consiglio federale può inoltre stabilire, conformemente all'art. 81 cpv. 1 LICol, in quali casi il regolamento del fondo può, nell'interesse di tutti gli investitori, prevedere una dilazione limitata nel tempo del rimborso delle quote. Il Consiglio federale si è avvalso anche di questa norma di autorizzazione nell'art. 110 OICol. In casi straordinari la FINMA può inoltre, nell'interesse di tutti gli investitori, autorizzare una dilazione limitata nel tempo del rimborso delle quote (art. 81 cpv. 2 LICol).

Ai sensi dell'art. 110 cpv. 1 OICol, il regolamento del fondo può prevedere la dilazione temporanea ed eccezionale del rimborso se:

- a. un mercato che funge da base per la valutazione di una parte importante del patrimonio del fondo è chiuso oppure se il commercio su un simile mercato è limitato o sospeso;
- b. è data una situazione di emergenza politica, economica, militare, monetaria o di altra natura;

<sup>1</sup> In virtù del funzionamento specifico dei fondi immobiliari, questi hanno condizioni diverse (p.es. date di riscatto meno frequenti e termini di riscatto lunghi, nonché un mercato secondario attivo), motivo per cui dispongono anche di altre opportunità per affrontare le oscillazioni del mercato e le carenze di liquidità. In tale contesto, le dichiarazioni contenute nella presente circolare non possono essere applicate integralmente ai fondi immobiliari.

<sup>2</sup> Il meccanismo del gating è disciplinato dalle disposizioni del contratto del fondo.

- c. le operazioni inerenti agli investimenti collettivi di capitale sono irrealizzabili a causa di limitazioni del traffico delle divise o di limitazioni di altri trasferimenti di valori patrimoniali;
- d. numerose quote sono state disdette e, di conseguenza, gli interessi degli altri investitori possono subire un importante pregiudizio.

In caso di dilazione del rimborso ai sensi delle summenzionate lettere a–c dell'art. 110 OICol, di norma non è temporaneamente possibile effettuare una valutazione dell'investimento collettivo di capitale, pertanto non può essere pubblicato alcun valore netto di inventario (NAV) (a tal proposito, consultare con attenzione il punto 2.b.). In questo caso non possono essere emesse nuove quote.

Se invece vi è una dilazione perché numerose quote sono state disdette e gli interessi degli altri investitori possono subire un importante pregiudizio (lett. d), la valutazione è ancora possibile, ma a causa del gran numero di quote disdette il rimborso è rinviato, in modo da rendere possibile una liquidazione controllata degli investimenti necessari ai fini del pagamento degli investitori che hanno disdetto le quote. L'obiettivo di questa disposizione è prevenire le cosiddette «fire sales», che generalmente andrebbero a compromettere il valore degli investitori che rimangono nel fondo. Siccome in questi casi si calcola comunque un NAV, l'emissione di nuove quote è possibile. Tuttavia, la direzione del fondo o la SICAV possono limitare l'emissione di nuove quote in qualsiasi momento (soft closing). Occorre tuttavia rispettare gli obblighi di fedeltà e di informazione nei confronti degli investitori. Ciò significa, in particolare, che un potenziale investitore deve essere informato della dilazione al momento della sottoscrizione.

A differenza del gating, in caso di dilazione del rimborso ai sensi dell'art. 110 cpv. 1 lett. d OICol, i riscatti sono effettuati tecnicamente in base al NAV del giorno di valutazione. Solo il rimborso effettivo delle quote avviene in un secondo momento (valuta). In caso di gating, le richieste di riscatto proporzionalmente ridotte si considerano pervenute il successivo giorno di valutazione e devono essere corrisposte in base al relativo NAV (art. 109 cpv. 5 OICol).

## **2. Opzioni di azione nel caso specifico**

### **a. Oscillazioni eccezionali del mercato e/o accumulo di riscatti**

Nei periodi in cui il mercato subisce oscillazioni eccezionalmente elevate e la liquidità è temporaneamente limitata, possono verificarsi situazioni in cui la valutazione degli investimenti collettivi di capitale è impossibile o quasi. Di fatto, ciò comporta una restrizione del relativo mercato. Inoltre, l'incertezza dei mercati sul breve periodo può provocare un accumulo di riscatti e quindi una riduzione della liquidità.

Sia in caso di gating (art. 109 OICol) che di dilazione dei rimborsi (art. 110 OICol) è necessario che i documenti del fondo approvati dalla FINMA contengano un fondamento specifico. Può essere quindi necessario adeguarli preventivamente nella procedura ordinaria. Per i dettagli relativi alla sospensione dei termini dovuto al Covid-19, si prega di fare riferimento alla nostra [circolare del 26 marzo 2020](#).

### **b. Dilazione del rimborso in periodi caratterizzati da difficoltà di valutazione**

In ottemperanza all'art. 110 cpv. 1 OICol, nei casi previsti dal regolamento del fondo è possibile applicare una dilazione temporanea del rimborso qualora non sia più possibile valutare una parte sostanziale del patrimonio di un investimento collettivo di capitale aperto. Per valutare se in una data situazione straordinaria è applicabile una dilazione del rimborso, si rimanda al nm. 44 e segg. delle direttive di valutazione della SFAMA. Di norma, il rimborso e l'emissione di quote devono essere dilazionati o sospesi se gli investimenti non valutabili costituiscono più del 10% del patrimonio dell'investimento collettivo di capitale aperto. Per determinare il 10% del patrimonio

dell'investimento collettivo di capitale aperto, è necessario fare riferimento all'ultimo momento in cui era ancora possibile valutare regolarmente tale patrimonio.<sup>3</sup> Tuttavia, la valutazione deve essere effettuata caso per caso sulla base delle circostanze specifiche.

Se la valutazione dell'investimento collettivo di capitale è sospesa ai sensi dell'art. 110 cpv. 1 lett. a–c OICol e i rimborsi sono di conseguenza dilazionati, gli investitori possono continuare a restituire le loro quote nel rispetto dei termini stabiliti nel contratto del fondo. Le richieste di riscatto ricevute durante la dilazione saranno raccolte e rimborsate al termine della dilazione in base al primo NAV pubblicato. Anche in questo caso è necessario rispettare i termini stabiliti nel contratto del fondo. Se in seguito il patrimonio scende al di sotto del minimo o l'investimento collettivo di capitale è sciolto per altri motivi, gli investitori rimanenti non possono più restituire le loro quote. Tuttavia, essi hanno diritto a una quota proporzionale del ricavo della liquidazione (art. 97 LICol).

Se, in un caso di cui all'art. 110 cpv. 1 lett. a–c OICol, viene emanata la decisione di liquidazione durante la dilazione del rimborso, tutti gli investitori hanno ugualmente diritto a una quota proporzionale del ricavo della liquidazione. In questi casi, a causa della mancanza di un NAV pubblicato, non è possibile rimborsare preventivamente le quote di quegli investitori che hanno dichiarato il riscatto prima della decisione di liquidazione, ma durante la dilazione del rimborso. La situazione è diversa in presenza di una dilazione ai sensi dell'art. 110 cpv. 1 lett. d OICol, poiché in quel caso viene pubblicato un NAV.

c. Notifica alla FINMA, alla società di audit e agli investitori

Sia in caso di gating (art. 109 OICol) che di dilazione del rimborso (art. 110 OICol), la decisione deve essere comunicata senza indugio alla società di audit e alla FINMA. La decisione deve essere altresì comunicata in modo adeguato agli investitori (art. 109 cpv. 6 OICol/art. 110 cpv. 2 OICol).

### **3. Rappresentanti di investimenti collettivi di capitale esteri**

Le suddette osservazioni si riferiscono agli investimenti collettivi di capitale svizzeri aperti. Per gli investimenti collettivi di capitale esteri si applicano in primo luogo le norme corrispondenti in vigore presso il domicilio del fondo. I rappresentanti di investimenti collettivi di capitale esteri sono inoltre soggetti agli obblighi legali di comunicazione, pubblicazione e informazione previsti dalla legge, nonché alle regole di condotta della SFAMA pertinenti (art. 124 cpv. 2 LICol). Tuttavia, le prescrizioni di pubblicazione e comunicazione si applicano solo agli investimenti collettivi di capitale esteri offerti a investitori non qualificati in Svizzera (art. 133 OICol). I rappresentanti di tali investimenti collettivi di capitale, i cui documenti devono essere inoltre approvati dalla FINMA, devono anche osservare i nn. 24–52 della circolare 2013/9 sulla distribuzione degli investimenti collettivi di capitale, ancora applicabile al momento dell'emissione della presente circolare.

---

<sup>3</sup> Il che non significa necessariamente l'ultimo NAV pubblicato. Questo è particolarmente rilevante per gli investimenti collettivi di capitale che non hanno un'opzione di riscatto quotidiana.

#### 4. Altre raccomandazioni

Infine, alla luce della situazione attuale, raccomandiamo ai nostri membri le seguenti misure:

- verifica degli strumenti di liquidità necessari nei prodotti;
- test dei processi e della relativa documentazione, comprese le competenze per le decisioni necessarie nei singoli casi;
- verifica ed eventuale adeguamento delle frequenze di riscatto (misura a medio termine);
- verifica della necessità di un aumento della dotazione di liquidità.

In caso di domande, siamo a vostra completa disposizione.

Cordiali saluti,

**Swiss Funds & Asset Management Association SFAMA**



Markus Fuchs  
Managing Director



Dott.ssa Diana Imbach Haumüller  
Deputy Managing Director  
Senior Legal Counsel