

Ai membri dell'associazione



Basilea, 24 aprile 2020
membro/circolare SSC

Nr. 05/2020

Misure ai tempi del COVID-19 – esempi dall'estero

Gentili signore e signori,

la crisi generata dal COVID-19 ha determinato una maggiore volatilità dei mercati e quindi in parte difficoltà di valutazione del patrimonio dei fondi, con il rischio di problemi di liquidità in caso di aumento dei volumi di rimborso. La SFAMA ha affrontato l'argomento nelle sue [circolari 03/2020 del 6 aprile e 04/2020 del 23 aprile 2020](#) e ha chiarito varie questioni relative alla situazione specifica in Svizzera.

Inoltre, nelle ultime settimane diverse misure adottate in singoli Stati membri dell'UE sono state oggetto di animate discussioni e apparentemente attuate in brevissimo tempo. Di seguito, verrà fornita una panoramica dei più importanti di questi argomenti e, in particolare, verrà illustrato che questa prima apparenza non è propriamente corretta. In effetti, molti di questi recenti sviluppi nei singoli Stati membri dell'UE nell'ambito della gestione del rischio di liquidità dei fondi non sono dovuti all'attuale crisi generata dal COVID-19. Gli sviluppi che hanno maggiormente attirato l'attenzione sono piuttosto il risultato di diverse iniziative normative già in corso.¹ Queste attività hanno portato in molti Stati membri dell'UE o all'introduzione di strumenti di gestione del rischio di liquidità (*Liquidity risk Management Tools, LMT*) nel diritto nazionale o alla revisione degli LMT esistenti. Sono stati inoltre discussi i problemi di valutazione causati dall'elevata volatilità dei mercati, in particolare lo *swing pricing*. Solo l'attivazione delle misure o l'estensione di determinate prescrizioni in singoli casi sono motivate dall'attuale crisi.

Di seguito vengono brevemente analizzati gli LMT e i meccanismi di *swing pricing* di alcuni Stati europei selezionati (Lussemburgo, Germania, Regno Unito), che hanno suscitato un notevole interesse nel settore durante le ultime settimane (punti 1-3). Successivamente viene spiegato che la Svizzera non è in alcun modo in ritardo rispetto a questi sviluppi (punto 4).

1. Lussemburgo (swing pricing)

Una delle prime misure che ha suscitato l'interesse del settore è stata una comunicazione della *Commission de Surveillance du Secteur Financier* (CSSF) lussemburghese. Il 20 marzo e il

¹ «IOSCO Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes» di febbraio 2018, Regolamento UE 2017/1131 sui fondi comuni monetari del 14 giugno 2017, orientamenti dell'ESMA sugli scenari delle prove di stress ai sensi del regolamento FCM del 19 luglio 2019, «Guidelines on liquidity stress testing in UCITS and AIFs» del 2 settembre 2019, «ESMA Annual Statistical Report: EU Alternative Investment Funds» del 7 marzo 2019 e «ESMA Economic Report: Stress simulation for investment funds» del 5 settembre 2019. Infine, le direttive OICVM e GEFIA contengono già prescrizioni sulla gestione della liquidità.

7 aprile 2020, la commissione ha pubblicato gli aggiornamenti delle sue «*Swing Pricing Mechanism FAQ*»².

Nonostante le apparenze, la CSSF con i suddetti aggiornamenti delle FAQ non ha introdotto alcuna nuova misura. Nello specifico, lo *swing pricing* era già stato regolamentato mediante l'attuazione delle raccomandazioni dello IOSCO³ in una FAQ del luglio 2019⁴ e nella circolare CSSF 19/733⁵ di dicembre 2019. Con l'aggiornamento di marzo di quest'anno, ad esempio, le prescrizioni esistenti sono state semplicemente estese per consentire all'autorità di vigilanza, nelle circostanze eccezionali dovute al COVID-19, di aumentare temporaneamente il fattore di oscillazione al di sopra dei limiti previsti nel prospetto del fondo. Ciò è stato dichiarato ammissibile anche se tale possibilità non era espressamente prevista nel prospetto del fondo. Se si vuole adottare questa misura, essa deve sempre essere giustificata e condotta nell'interesse degli investitori; i documenti del fondo devono tuttavia essere adattati a posteriori il più presto possibile. Sia la CSSF che gli investitori devono essere adeguatamente informati in merito alla misura.

2. Germania (swing pricing/redemption gate)

Un altro annuncio che ha attirato l'attenzione nel mese di marzo è stata l'introduzione di vari LMT nel diritto tedesco. Da un lato, è stato introdotto lo *swing pricing* per i fondi comuni di investimento mobiliare aperti (OICVM) e i fondi di investimento misti per il calcolo del valore patrimoniale netto (NAV). Dall'altro, è stata creata una nuova possibilità di limitare temporaneamente il rimborso delle quote dei fondi (*redemption gate*) e di introdurre scadenze di rimborso.⁶

Anche questo emendamento della legge non è dovuto all'attuale crisi. Semmai, il legislatore tedesco ha sancito nel diritto tedesco misure che in precedenza non erano presenti in Germania rispetto ad altri Paesi dell'UE.⁷ L'introduzione delle nuove misure ha avuto luogo in risposta agli sviluppi normativi internazionali⁸ nell'ambito di una procedura legislativa ordinaria, conclusasi il 13 febbraio 2020 con una decisione del Parlamento federale tedesco.⁹

3. Regno Unito (suspension of dealing/swing pricing)

In relazione alla crisi generata dal COVID-19 si è appreso che, in particolare nel Regno Unito, alcuni fondi immobiliari avevano sospeso le negoziazioni a causa di difficoltà di valutazione.¹⁰ In una pubblicazione del 17 marzo 2020 (aggiornata il 3 aprile 2020), la *Financial Conduct Authority* (FCA) ha affermato che l'obiettivo deve essere di mantenere i mercati aperti e ordinati nonostante l'attuale volatilità; tuttavia, le richieste di sospensione delle negoziazioni continueranno ad essere valutate.¹¹ Nel Regno Unito, con il suo gran numero di fondi di investimento aperti per i clienti retail, la sospensione delle negoziazioni (*suspension of dealings*) è una misura frequente in determinate circostanze. Secondo la FCA, si tratta di uno strumento importante per garantire la parità di trattamento degli investitori in fondi aperti e per ridurre il rischio di squilibri di liquidità in caso di carenze di liquidità. L'attivazione di tale misura è obbligatoria in determinate condizioni. Tra il 2016 e la fine del 2019, ci sono stati alcuni esempi di fondi aperti nel Regno Unito (tra cui

² www.cssf.lu/fileadmin/files/Publications/Communiqués/Communiqués_2020/C_update_FAQ_swing_price_mechanism_200320.pdf aggiornamento del 7 aprile 2020:

https://www.cssf.lu/fileadmin/files/Metier OPC/FAQ/FAQ_Swing_Pricing_Mechanism_070420.pdf

³ Cfr. nota a piè di pagina 1

⁴ http://www.cssf.lu/fileadmin/files/Metier OPC/FAQ/FAQ_Swing_Pricing_Mechanism.pdf

⁵ Circolare CSSF 19/733 del 20 dicembre 2019

(https://www.cssf.lu/fileadmin/files/Lois_reglements/Circulaires/Hors_blanchiment_terrorisme/cssf19_733eng.pdf)

⁶ Proposta di decisione e relazione della commissione finanziaria: <https://dip21.bundestag.de/dip21/btd/19/171/1917139.pdf>

⁷ Si veda il prospetto dei Paesi nella relazione AMIC/EFAMA «Managing fund liquidity in Europe» (updated version of 6 January 2020), allegato II (<http://www.efama.org/Publications/Public/AMICEFAMA%20ReportManagingfundliquidityriskinEurope2020.pdf>)

⁸ Cfr. nota a piè di pagina 1

⁹ Verbale della sessione plenaria del Parlamento federale tedesco del 13 febbraio 2020:

<https://dip21.bundestag.de/dip21/btp/19/19146.pdf>

¹⁰ <https://www.investmentweek.co.uk/news/4012630/uk-open-property-fund-suspensions>; <https://www.ft.com/content/21d74d21-6e63-406f-83c5-e3bdf60ee210>

¹¹ <https://www.fca.org.uk/publications/newsletters/primary-market-bulletin-issue-no-27-coronavirus-update>

vari fondi immobiliari commerciali e del *LF Woodford Equity Income Fund*) che hanno dovuto sospendere le negoziazioni in risposta all'entità delle richieste di rimborso. La maggior parte di essi è stata in grado di riprendere le negoziazioni dopo la sospensione (ad esempio dopo quella verificatasi in occasione del referendum sulla Brexit). Gli attuali annunci in merito alle chiusure di fondi nel Regno Unito dovrebbero pertanto essere relativizzati alla luce di quanto esposto; non si tratta della fine di un fondo, ma piuttosto di un'interruzione per poter continuare l'attività in modo regolamentato in un secondo momento.

Oltre alla sospensione delle negoziazioni, il Regno Unito dispone di una selezione di altre misure disciplinate nel manuale della FCA. La FCA ha pubblicato diversi documenti nel 2019: a maggio 2019 un'analisi sullo *swing pricing*¹², a settembre 2019 una dichiarazione di principio (*policy statement*) sull'introduzione di nuove regole per determinati fondi di investimento aperti che investono in investimenti illiquidi (*non-UCITS retail scheme*),¹³ e a novembre 2019 un documento sulla gestione efficace della liquidità.¹⁴ Allo stesso tempo, la *Bank of England* ha annunciato nei suoi rapporti sulla stabilità finanziaria di luglio e dicembre 2019 che avrebbe collaborato con la FCA in materia di *swing pricing* e termini di disdetta (*redemption notice*). Infine, nel contesto dell'attuale crisi, il 19 marzo 2020 l'FCA si è pronunciata in modo dettagliato su questioni quali gli squilibri di liquidità, lo *swing pricing* o i termini di disdetta.¹⁵

4. Svizzera (gating/eccezioni ai riscatti in qualsiasi momento/dilazione dei rimborsi/swing pricing)

Come specificato in modo dettagliato nella circolare SFAMA 03/2020¹⁶, anche il diritto svizzero sugli investimenti collettivi contempla diverse misure. Tra queste rientrano la possibilità di prevedere eccezioni al diritto di riscatto in qualsiasi momento, poiché la disdetta è possibile solo a determinate scadenze (art. 109 OICol), il *gating* (art. 109 cpv. 5 e 6 OICol) e la possibilità di dilazionare il rimborso (art. 110 OICol¹⁷). Inoltre, nella prassi esistono anche meccanismi di adeguamento dei prezzi come il *single swing pricing* (SSP) o il *dual pricing*. La questione del SSP nei fondi svizzeri è spiegata nel dettaglio nella circolare SFAMA 04/2020.

5. Conclusione

Nel contesto delle misure adottate in tempi di crisi, non esiste un prodotto «*one size fits all*» per tutti gli Stati. In considerazione delle dimensioni e della struttura del mercato (luogo di produzione e/o di distribuzione) e della struttura degli investitori (orientamento retail e/o istituzionale), ogni piazza finanziaria deve fare in modo di avere a disposizione un adeguato repertorio di misure. Negli scorsi anni l'UE ha compiuto diversi sforzi per migliorare la gestione della liquidità dei fondi negli Stati membri. L'ampia gamma di misure adottate dagli Stati membri dell'UE è il risultato di questa politica. La Svizzera non è in ritardo rispetto agli altri Paesi; dispone già di meccanismi equiparabili. Tuttavia, a causa del diverso orientamento delle rispettive piazze di localizzazione di fondi, è comprensibile che nell'attuale crisi in Svizzera non siano state adottate o non siano state necessarie le stesse misure attuate, ad esempio, nel Lussemburgo o nel Regno Unito. Appare tuttavia opportuno riesaminare l'idoneità e l'efficacia dei meccanismi esistenti in seguito all'attuale crisi generata dal COVID-19 e, se del caso, valutare eventuali integrazioni alla gamma di misure esistenti.

¹² FCA Occasional Paper 48 - Swing pricing and fragility in open-end mutual funds (<https://www.fca.org.uk/publication/occasional-papers/occasional-paper-48.pdf>)

¹³ FCA Policy Statement PS 19/24 - Illiquid assets and open-ended funds and feedback to Consultation Paper CP18/27 (<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-24.pdf>)

¹⁴ FCA Letter on Effective liquidity management – best practice for Authorised Fund Managers (<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-24.pdf>)

¹⁵ Speech by Edwin Schooling Latter, Director of Markets and Wholesale Policy, to Investment Association members <https://www.fca.org.uk/news/speeches/open-ended-funds-investing-less-liquid-assets>

¹⁶ Disponibile all'indirizzo: <https://www.sfama.ch/it/pubblicazioni/circolari>

¹⁷ Si veda anche la direttiva SFAMA per la valutazione del patrimonio degli investimenti collettivi di capitale e per la gestione degli errori di valutazione per gli investimenti collettivi di capitale aperti del 20 giugno 2008, nm 44 e segg.

La SFAMA è in regolare contatto con la FINMA e altre autorità e si impegna affinché nei difficili tempi attuali si possano trovare anche per il settore della gestione patrimoniale e quello dei fondi buone soluzioni per i problemi futuri.

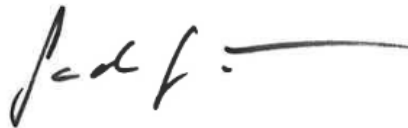
In caso di domande, siamo a vostra completa disposizione.

Cordiali saluti

Swiss Funds & Asset Management Association SFAMA



Markus Fuchs
Managing Director



Sandra Schneider
Senior Legal Counsel