

Orientamenti

sugli strumenti di gestione della liquidità degli OICVM e dei FIA di tipo aperto



Indice

1. Ambito di applicazione	3
2. Riferimenti normativi, abbreviazioni e definizioni	4
2.1 Riferimenti normativi	4
2.2 Abbreviazioni	4
2.3 Definizioni	5
3. Finalità.....	5
4. Obblighi di conformità e comunicazione	6
4.1. Status degli orientamenti	6
4.2. Obblighi di comunicazione	6
5. Orientamenti sugli LMT degli OICVM e dei FIA di tipo aperto	7
5.1 Orientamenti sui principi generali.....	7
5.2 Orientamenti sugli LMT basati su criteri quantitativi	9
5.2.1 Orientamenti in materia di sospensione delle sottoscrizioni, dei riacquisti e dei rimborsi («sospensioni»).....	9
5.2.2 Orientamenti in materia di restrizioni al rimborso	10
5.2.3 Orientamenti sulla proroga dei termini di preavviso.....	11
5.2.4 Orientamenti in materia di rimborsi in natura (RiK).....	11
5.3 Orientamenti sugli strumenti antidiluzione (ADT).....	12
5.3.1 Orientamenti sulle commissioni di rimborso	13
5.3.2 Orientamenti sullo swing pricing	14
5.3.3 Orientamenti sul dual pricing	14
5.3.4 Orientamenti in materia di prelievo antidiluzione (ADL).....	15
5.4 Orientamenti sui fondi istituiti per lo smobilizzo delle attività illiquide (side pocket).....	15

1. Ambito di applicazione

Destinatari

1. I presenti orientamenti si applicano alle autorità competenti e ai gestori di fondi

Oggetto

2. I presenti orientamenti si applicano in relazione all'articolo 18 bis, paragrafo 2, della direttiva OICVM e all'articolo 16, paragrafi 2 ter e 2 quater, della direttiva GEFIA.

Tempistica

3. I presenti orientamenti si applicano alla data di applicazione delle norme tecniche di regolamentazione di cui all'articolo 18 bis, paragrafo 3, della direttiva OICVM e all'articolo 16, paragrafo 2, lettera g), della direttiva GEFIA.
4. In deroga al primo comma, per quanto riguarda un fondo esistente prima della data di applicazione di cui al medesimo comma, i presenti orientamenti si applicano dodici mesi dopo tale data.

2. Riferimenti normativi, abbreviazioni e definizioni

2.1 Riferimenti normativi

Direttiva OICVM	Direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) ⁽¹⁾
Direttiva GEFIA	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 ⁽²⁾
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 ⁽³⁾

2.2 Abbreviazioni

OICVM	Organismo di investimento collettivo in valori mobiliari
FIA	Fondo di investimento alternativo
GEFIA	Gestore di fondi di investimento alternativi
LMT	Strumento di gestione della liquidità
NAV	Valore patrimoniale netto
ADT	Strumento antidiluzione
ADL	Prelievo antidiluzione

⁽¹⁾ GU L 302 del 17.11.2009, pag. 32.

⁽²⁾ GU L 174 dell'1.7.2011, pag. 1.

⁽³⁾ GU L 331 del 15.12.2010, pag. 84.

2.3 Definizioni

gestore di fondi	<p>a) società di gestione in conformità della definizione di cui all'articolo 2, paragrafo 1, lettera b), della direttiva OICVM;</p> <p>b) una società di investimento che non ha designato una società di gestione autorizzata ai sensi della direttiva OICVM di cui all'articolo 30, primo comma, della direttiva OICVM;</p> <p>c) un GEFIA in conformità della definizione di cui all'articolo 4, paragrafo 1, lettera b), della direttiva GEFIA che gestisce un FIA di tipo aperto;</p>
ADT	commissioni di rimborso, swing pricing, dual pricing, ADL;
LMT selezionati	gli LMT selezionati dal gestore di fondi tra quelli inclusi nell'allegato II, parte A, punti da 2 a 8, della direttiva OICVM e nell'allegato V, punti da 2 a 8, della direttiva GEFIA, vale a dire: restrizioni al rimborso, proroga dei termini di preavviso, commissioni di rimborso, swing pricing, dual pricing, prelievo antidiluizione, rimborsi in natura;
circostanze eccezionali	eventi imprevisti, contesti operativi o contesti normativi che incidono in misura rilevante sulla capacità del fondo di svolgere le normali funzioni aziendali che impedirebbero temporaneamente al gestore di fondi di adempiere agli obblighi di finanziamento derivanti dal passivo di bilancio.

3. Finalità

5. I presenti orientamenti sono pubblicati sulla base dei mandati stabiliti nella direttiva di modifica della direttiva GEFIA e della direttiva OICVM (direttiva (UE) 2024/927 del Parlamento europeo e del Consiglio (4)). Più specificamente, i mandati di cui all'articolo 18 bis, paragrafo 4, della direttiva OICVM e all'articolo 16,

(⁴) Direttiva (UE) 2024/927 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 marzo 2024, che modifica le direttive 2011/61/UE e 2009/65/CE per quanto riguarda gli accordi di delega, la gestione del rischio di liquidità, le segnalazioni a fini di vigilanza, la fornitura dei servizi di custodia e di depositario e la concessione di prestiti da parte di fondi di investimento alternativi (GU L, 2024/927 del 26.3.2024).

paragrafo 2 nonies, della direttiva GEFIA prevedono che l'ESMA elabori orientamenti relativi alla selezione e alla calibrazione di strumenti di gestione della liquidità da parte degli OICVM e dei GEFIA ai fini della gestione del rischio di liquidità e dell'attenuazione dei rischi per la stabilità finanziaria.

6. I presenti orientamenti sono inoltre emanati ai sensi dell'articolo 16, paragrafo 1, del regolamento ESMA.
7. Sebbene la responsabilità primaria per gli LMT spetti agli OICVM e ai GEFIA, l'obiettivo dei presenti orientamenti è stabilire prassi di vigilanza coerenti, efficienti ed efficaci e garantire l'applicazione comune, uniforme e coerente del diritto dell'Unione, in particolare dell'articolo 18 bis, paragrafo 2, della direttiva OICVM e dell'articolo 16, paragrafi 2 ter e 2 quater, della direttiva GEFIA in relazione alla selezione, all'attivazione e alla calibrazione degli LMT.

4. Obblighi di conformità e comunicazione

4.1. Status degli orientamenti

8. Conformemente all'articolo 16, paragrafo 3, del regolamento ESMA, le autorità competenti e i partecipanti ai mercati finanziari devono compiere ogni sforzo per conformarsi ai presenti orientamenti.
9. Le autorità competenti alle quali si applicano i presenti orientamenti dovrebbero conformarsi 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 questo caso, le autorità competenti dovrebbero assicurare attraverso la loro attività di vigilanza che i partecipanti ai mercati finanziari si conformino agli orientamenti.

4.2. Obblighi di comunicazione

10. Le autorità competenti alle quali si applicano i presenti orientamenti devono notificare all'ESMA se si sono conformate o intendono conformarsi agli orientamenti, indicando le motivazioni per la mancata conformità entro due mesi dalla data di pubblicazione da parte dell'ESMA. In assenza di una risposta entro tale termine, le autorità competenti saranno considerate non conformi. Sul sito web dell'ESMA è disponibile un modello per le notifiche.
11. I partecipanti ai mercati finanziari non sono tenuti a comunicare se si conformano ai presenti orientamenti.

5. Orientamenti sugli LMT degli OICVM e dei FIA di tipo aperto

5.1 Orientamenti sui principi generali

12. La responsabilità principale per la gestione del rischio di liquidità, nonché per la selezione, la calibrazione, l'attivazione e la disattivazione delle LMT, rimane in capo al gestore di fondi. Nella selezione degli LMT appropriati, i gestori di fondi dovrebbero tenere in debita considerazione il fatto che essi consentiranno di gestire efficacemente il rischio di liquidità del fondo tanto in condizioni normali del mercato quanto in condizioni di stress e che la selezione sia quanto più completa possibile per far fronte a circostanze diverse.
13. Conformemente all'articolo 18 bis, paragrafo 2, della direttiva OICVM e all'articolo 16, paragrafo 2 ter, della direttiva GEFIA, nel selezionare gli LMT dall'allegato II, parte A, della direttiva OICVM e dall'allegato V della direttiva GEFIA, i gestori di fondi dovrebbero valutare l'idoneità di tali strumenti alla luce di tutti i fattori pertinenti, tra cui almeno i seguenti:
- a) la struttura giuridica del fondo ed eventuali caratteristiche specifiche associate al modo in cui è strutturato (ad esempio fondi indicizzati quotati, struttura master-feeder);
 - b) la strategia di investimento e la politica di investimento del fondo;
 - c) le condizioni di negoziazione del fondo, inclusi, tra gli altri, la durata minima del periodo di preavviso, il periodo di lock-up, il periodo di regolamento, la politica di rimborso e la frequenza di negoziazione;
 - d) il profilo di liquidità del fondo e le attività sottostanti, comprese eventuali richieste di liquidità previste, tenendo conto dei rimborsi degli investitori e di altre potenziali fonti di rischio di liquidità nel lato del passivo del fondo (ad esempio richieste di margini) in condizioni normali e di stress del mercato e l'impatto sul profilo di liquidità del fondo dell'attivazione degli LMT;
 - e) i risultati delle prove di stress di liquidità;
 - f) le caratteristiche della base di investitori del fondo;
 - g) la politica di distribuzione del fondo;

- h) eventuali altri ostacoli e complessità operativi pertinenti che possono incidere sulla fattibilità dell'attuazione di determinati LMT.
14. Mentre la direttiva OICVM e la direttiva GEFIA richiedono la selezione di almeno due LMT adeguati dagli elenchi di cui all'allegato II, parte A, della direttiva OICVM e all'allegato V della direttiva GEFIA, i gestori possono scegliere di selezionare più di due LMT nonché misure aggiuntive di liquidità, al fine di garantire la resilienza complessiva del fondo e la capacità di gestire la sua liquidità tanto in condizioni normali del mercato quanto in condizioni di stress. Nel selezionare ulteriori LMT o misure di liquidità, i gestori di fondi dovrebbero valutarne l'idoneità alla luce di tutti i fattori pertinenti, compresi almeno i fattori di cui al paragrafo precedente.
15. Nella selezione dei due LMT minimi obbligatori, i gestori di fondi dovrebbero valutare, se del caso, l'opportunità di selezionare almeno un LMT basato su criteri quantitativi (ad esempio restrizioni al rimborso, proroga dei termini di preavviso) e almeno un ADT (ad esempio commissioni di rimborso, swing pricing, dual pricing, ADL), tenendo conto della strategia di investimento, della politica di rimborso e del profilo di liquidità del fondo, nonché delle condizioni di mercato in cui l'LMT potrebbe essere attivato. In tale contesto, i gestori di fondi possono valutare se selezionare un LMT da utilizzare in condizioni di mercato normali e un LMT da utilizzare in condizioni di stress del mercato.
16. Nel considerare l'attivazione di LMT, i gestori di fondi dovrebbero valutare se attivare tali strumenti singolarmente o in combinazione con altri LMT o altre misure di liquidità.
17. I gestori di fondi dovrebbero essere in grado di dimostrare, su richiesta dell'autorità competente, che l'attivazione e la calibrazione degli LMT selezionati sono nel migliore interesse di tutti gli investitori e sono adeguate ed efficaci alla luce delle condizioni di mercato e delle caratteristiche pertinenti del fondo (ad esempio il profilo di liquidità, il tipo di attività sottostanti, la base di investitori).
18. I gestori di fondi dovrebbero garantire che il livello degli ordini di sottoscrizione e di rimborso ricevuti sia trattato in modo tale da evitare che alcuni investitori traggano vantaggio dalle informazioni relative alla probabilità che gli LMT possano essere attivati (ad esempio le soglie di attivazione potrebbero essere raggiunte in caso di restrizioni al rimborso).

5.2 Orientamenti sugli LMT basati su criteri quantitativi

5.2.1 Orientamenti in materia di sospensione delle sottoscrizioni, dei riacquisti e dei rimborsi («sospensioni»)

19. I gestori di fondi dovrebbero prendere in considerazione l'attivazione di sospensioni solo in circostanze eccezionali e qualora ciò sia motivato alla luce degli interessi dei loro investitori. Un elenco non esaustivo di circostanze eccezionali in cui un gestore di fondi può prendere in considerazione l'attivazione di sospensioni comprende: difficoltà di valutazione delle attività; gravi problemi di liquidità (ad esempio a causa di richieste di margini, ritiri significativi) per cui l'esecuzione della vendita delle attività sottostanti potrebbe causare problemi di liquidità per il fondo (ad esempio forti sconti sulle vendite di attività, grande diluizione degli investitori rimanenti); incidente informatico critico che incide sulla capacità operativa del fondo, del gestore di fondi e/o del fornitore di servizi del fondo; chiusure impreviste dei mercati, restrizioni alla negoziazione, chiusura delle sedi di negoziazione; grave crisi finanziaria e/o politica; individuazione di frodi significative; catastrofi naturali.
20. Le sospensioni possono comprendere la sospensione del calcolo del NAV, in particolare in caso di valutazione incerta e qualora non sia possibile calcolare il NAV del fondo o dei fondi. In altri casi, e ove possibile, il gestore di fondi dovrebbe continuare a valutare le attività del fondo e pubblicare un NAV per garantire che agli investitori siano fornite informazioni adeguate, compreso il fatto che il fondo è chiuso per le sottoscrizioni, i riacquisti e i rimborsi.
21. Anche se le sospensioni, in alcuni casi, possono essere attivate mentre il gestore di fondi sta decidendo se liquidare il fondo, i gestori di fondi dovrebbero garantire che le sospensioni siano attivate solo in modo temporaneo (ossia al fine di non sospendere definitivamente il fondo, ma di riaprirlo o di liquidarlo o di attivare fondi istituiti per lo smobilizzo delle attività illiquide (side pocket), se necessario, in un determinato momento).
22. I gestori di fondi dovrebbero valutare le calibrazioni pertinenti per le sospensioni al fine di includere:
 - a) i criteri per la valutazione e il monitoraggio delle condizioni che ne hanno determinato l'attivazione;
 - b) i criteri per il riesame e l'eventuale revisione della decisione di sospensione e il cambiamento delle circostanze che lo giustificerebbe.

5.2.2 Orientamenti in materia di restrizioni al rimborso

23. I gestori di fondi dovrebbero prendere in considerazione la scelta di porre restrizioni al rimborso per tutti i fondi, in quanto tutte le attività potrebbero potenzialmente risentire di problemi di liquidità in condizioni di stress del mercato e l'attivazione di tale LMT potrebbe essere utile per evitare l'attivazione di sospensioni.
24. La scelta delle restrizioni al rimborso dovrebbe essere fatta, in particolare, da:
- a) gestori di fondi con una base di investitori concentrata, in cui un rimborso di entità significativa potrebbe causare problemi di liquidità al fondo e influire sugli investitori, in particolare su quelli rimanenti;
 - b) gestori di fondi le cui attività potrebbero essere meno liquide, intrinsecamente illiquide, o potrebbero diventare illiquide in condizioni di stress del mercato e/o attività che potrebbero richiedere più tempo per la vendita.
25. I gestori di fondi dovrebbero prendere in considerazione l'attivazione delle restrizioni al rimborso in caso di richieste di rimborso quando la soglia è superata. L'attivazione di restrizioni al rimborso può essere meno adatta quando un fondo ha problemi di valutazione, nel qual caso il gestore può prendere in considerazione il ricorso ad altri LMT (ad esempio sospensioni insieme alla sospensione del NAV).
26. I gestori di fondi dovrebbero calibrare la soglia di attivazione al fine di garantirne il funzionamento efficace, in modo che possa essere attivata una restrizione al rimborso ogniqualvolta il gestore debba limitare i rimborsi nel migliore interesse degli investitori. Nella calibrazione di tale soglia, i gestori dovrebbero tenere in debita considerazione:
- a) la frequenza di calcolo del NAV;
 - b) l'obiettivo di investimento del fondo;
 - c) la liquidità delle attività sottostanti;
 - d) le attuali condizioni di mercato;
 - e) i flussi di cassa attesi.
27. I gestori di fondi non dovrebbero limitare l'uso delle restrizioni al rimborso in termini di periodo massimo durante il quale possono essere utilizzate (durata massima delle restrizioni al rimborso) o di numero massimo di volte in cui le restrizioni al rimborso possono essere attivate (uso massimo delle restrizioni al rimborso), a condizione che l'attivazione delle restrizioni rimanga di natura temporanea. Tali questioni dovrebbero essere determinate dal gestore di fondi caso per caso.

27.a I gestori di FIA senza investitori al dettaglio e con un numero limitato di investitori professionali dovrebbero prendere in considerazione restrizioni al rimborso a livello di investitori, da sole o in combinazione con restrizioni al rimborso a livello di fondo, per attenuare il vantaggio di chi chiede per primo il riscatto.

5.2.3 Orientamenti sulla proroga dei termini di preavviso

28. I gestori di fondi dovrebbero prendere in considerazione la scelta di una proroga dei termini di preavviso per tutti i fondi; tuttavia, poiché questo LMT concede più tempo per liquidare le attività sottostanti, si dovrebbe prestare particolare attenzione a tale LMT per quanto riguarda:

- a) fondi la cui liquidità è particolarmente soggetta a deterioramento in periodi di stress del mercato;
- b) i FIA investiti in attività meno liquide e, in particolare, in fondi immobiliari e di private equity, che dovrebbero già avere una frequenza di rimborso adeguata, in linea con il livello di liquidità delle loro attività in condizioni normali di mercato.

29. I gestori di fondi dovrebbero prendere in considerazione l'attivazione della proroga dei termini di preavviso sia in condizioni di mercato normali sia in condizioni di stress, tenendo conto del fatto che può essere particolarmente utile in determinate circostanze, ad esempio in caso di pressioni per i rimborsi.

30. I gestori di fondi dovrebbero valutare attentamente se l'attivazione della proroga dei termini di preavviso sia appropriata per gli OICVM in condizioni di mercato normali, tenendo conto della liquidità delle loro attività e del miglior interesse degli investitori.

31. Al fine di evitare un aumento delle richieste di rimborso, i gestori di fondi dovrebbero valutare attentamente la durata della proroga dei termini di preavviso, tenendo conto del tempo necessario per la liquidazione ordinata degli strumenti sottostanti nel migliore interesse degli investitori.

5.2.4 Orientamenti in materia di rimborsi in natura (RiK)

32. Nello scegliere i RiK, i gestori di fondi dovrebbero valutare:

- a) la struttura del fondo;
- b) la concentrazione di investitori;
- c) i tipi di attività; e

- d) le restrizioni applicabili all'uso di RiK solo agli investitori professionali, in conformità dell'articolo 18 bis, paragrafo 2, della direttiva OICVM e dell'articolo 16, paragrafo 2 ter, della direttiva GEFIA.

5.3 Orientamenti sugli strumenti antidiluizione (ADT)

33. I gestori di fondi dovrebbero prendere in considerazione la scelta di ADT per tutti i tipi di fondi al fine di attenuare la diluizione significativa degli investitori e il potenziale vantaggio di chi chiede per primo il riscatto.
34. I gestori di fondi dovrebbero valutare attentamente i diversi livelli di attivazione degli ADT a livello di fondo e dovrebbero fissare in anticipo e riesaminare periodicamente soglie di attivazione adeguate e prudenti in modo da evitare qualsiasi impatto significativo della diluizione sugli investitori, sia in condizioni di mercato normali che in condizioni di stress del mercato e a seconda della strategia di investimento, delle attività gestite, delle dimensioni e delle caratteristiche del portafoglio, del costo stimato della liquidità, del profilo degli investitori, del profilo di liquidità di ciascun fondo e dei flussi storici dei fondi.
35. I gestori di fondi dovrebbero valutare se l'attivazione degli ADT può essere più difficile in determinate circostanze, ad esempio quando la liquidità del mercato è limitata e/o in caso di incertezza della valutazione. In tali casi, i gestori di fondi possono prendere in considerazione l'uso di altri LMT oltre agli ADT (ad esempio LMT basati su criteri quantitativi).
36. I gestori di fondi dovrebbero garantire che l'attivazione degli ADT non incida sul dovere del gestore di fondi di valutare in modo equo e appropriato, in qualsiasi momento, tutte le attività.
37. I gestori di fondi dovrebbero attivare gli ADT sia in condizioni normali che in condizioni di stress del mercato per imporre i costi stimati della liquidità agli investitori che sottoscrivono e/o richiedono il rimborso. Il costo stimato della liquidità dovrebbe:
- a) includere i costi di transazione espliciti di sottoscrizioni, riacquisti o rimborsi;
 - b) prendere in considerazione i costi impliciti di transazione, compreso qualsiasi impatto significativo sul mercato degli acquisti o delle vendite di attività, solo se appropriato in funzione della strategia di investimento e determinato sulla base delle migliori stime. Un metodo ragionevole per la stima dell'impatto sul mercato potrebbe essere quello di analizzare transazioni precedenti in condizioni di mercato simili per confrontare la differenza tra il prezzo al momento dell'inoltro dell'ordine e il prezzo di esecuzione finale;

c) basarsi, come punto di partenza, sui costi associati alla transazione riguardante una quota proporzionale di tutte le attività del portafoglio (ossia l'«approccio proporzionale»), a meno che ciò non possa rappresentare una stima attendibile del costo di liquidità effettivo. Se l'approccio proporzionale non può rappresentare una stima equa del costo di liquidità, la stima può essere rettificata per riflettere più accuratamente il costo atteso di liquidità al momento della transazione di determinati titoli in portafoglio. I gestori possono prendere in considerazione la possibilità di utilizzare il costo proporzionale in periodi di stress, quando è più pertinente per attenuare il potenziale impatto della diluizione sugli investitori rimanenti.

38. Al fine di garantire che la calibrazione degli ADT rifletta efficacemente i costi stimati di liquidità, come indicato al paragrafo precedente, il gestore di fondi dovrebbe riesaminare periodicamente la calibrazione e rettificarla se necessario.

39. I gestori di fondi dovrebbero essere in grado di dimostrare, su richiesta dell'autorità nazionale competente, che la calibrazione degli ADT è equa e ragionevole sia in condizioni di mercato normali che di stress, tenendo conto del miglior interesse degli investitori.

5.3.1 Orientamenti sulle commissioni di rimborso

40. I gestori di fondi possono prendere in considerazione la scelta di commissioni di rimborso per tutti i tipi di fondi; tali commissioni possono essere particolarmente utili per i seguenti fondi:

a) fondi che investono in attività che hanno costi di transazione fissi, trasparenti e/o prevedibili, come le commissioni delle agenzie immobiliari o le spese notarili, e/o che hanno costi di transazione con variazioni minime (ad esempio imposte e tasse fisse sulle transazioni immobiliari);

b) fondi investiti in attività meno liquide, dove altri ADT come lo swing pricing potrebbero essere difficili o impossibili da attuare a causa della scarsa frequenza e della limitatezza delle fonti di determinazione dei prezzi.

41. Nel calibrare la gamma prestabilita delle commissioni di rimborso, i gestori di fondi dovrebbero applicare una metodologia che, se statica, consenta la revisione e l'adeguamento, al fine di riflettere il costo più elevato di liquidità o le condizioni di stress del mercato.

5.3.2 Orientamenti sullo swing pricing

42. I gestori di fondi dovrebbero prendere in considerazione la scelta dello swing pricing per i fondi le cui attività sottostanti sono negoziate attivamente e le informazioni sui costi di negoziazione (denaro/lettera) sono disponibili e aggiornate frequentemente, in particolare quando i fondi investono principalmente in attività con costi di liquidità contingenti al mercato. I gestori di fondi dovrebbero valutare se lo swing pricing possa essere meno appropriato quando i costi di negoziazione non sono disponibili.
43. I gestori di fondi dovrebbero basare la decisione di attivare un modello specifico di swing pricing (ad esempio completo, parziale con un fattore di oscillazione unico o graduato) e la calibrazione del fattore di oscillazione sulle condizioni di mercato, secondo una metodologia determinata dai gestori stessi.
44. Nel calibrare lo swing pricing, i gestori di fondi dovrebbero assicurarsi che il costo stimato di liquidità, alla luce delle condizioni di mercato e in linea con i principi di cui al paragrafo 37, sia incluso nel fattore di oscillazione, compreso, se del caso, qualsiasi impatto significativo delle negoziazioni sul mercato.
45. I gestori di fondi possono fissare un fattore di oscillazione massimo. Nel caso in cui l'adeguamento del fattore di oscillazione superi il fattore di oscillazione massimo, il gestore di fondi dovrebbe essere in grado di motivare a posteriori, se richiesto dall'autorità competente, il fattore di oscillazione applicato.
46. I gestori di fondi dovrebbero garantire che la decisione di ricalibrare il fattore di oscillazione massimo sia motivata e adottata nel migliore interesse degli investitori.

5.3.3 Orientamenti sul dual pricing

47. I gestori di fondi dovrebbero valutare la scelta del dual pricing come potenzialmente appropriata per i fondi che investono principalmente in attività i cui costi di liquidità si riflettono principalmente in un differenziale denaro-lettera.
48. Anche se il dual pricing può essere più adatto ai fondi che investono in attività i cui costi di liquidità sono costituiti principalmente dal differenziale denaro-lettera, i gestori di fondi dovrebbero contabilizzare separatamente, mediante un adeguamento aggiuntivo al NAV, qualsiasi impatto significativo sul mercato o costi di transazione espliciti.

5.3.4 Orientamenti in materia di prelievo antidiluizione (ADL)

49. I gestori di fondi dovrebbero valutare l'ADL come particolarmente appropriato per i fondi:

- a) con un'elevata concentrazione di investitori (ossia un piccolo numero di investitori), per far fronte al rischio che uno o più investitori possano riscattare completamente le loro azioni con un breve preavviso;
- b) con livelli significativi di attività di sottoscrizione e/o rimborso che potrebbero incidere negativamente sugli investitori esistenti del fondo (ad esempio, i fondi più piccoli in termini di NAV potrebbero essere maggiormente influenzati dal costo di liquidità causato da grandi rimborsi);
- c) che investono in attività meno liquide (ad esempio obbligazioni ad alto rendimento, azioni a bassa capitalizzazione);
- d) se le informazioni sui costi di negoziazione (denaro/lettera) sono generalmente disponibili (ad esempio fondi che investono in attività con costi di liquidità contingenti al mercato).

50. I gestori di fondi devono tenere presente che l'ADL può essere attivato su base continuativa o dinamica in base a fattori scatenanti e soglie predefiniti.

51. Anche se l'ADL può essere attuato in modo coerente in normali condizioni di mercato, i gestori di fondi dovrebbero rivedere la sua calibrazione in relazione alle mutevoli condizioni di mercato per garantire la sua efficacia nel preservare la liquidità del fondo.

52. I gestori di fondi dovrebbero calibrare l'ADL sulla base degli stessi fattori utilizzati per calibrare i fattori di oscillazione, ossia la calibrazione dell'ADL dovrebbe includere tutti i costi di transazione espliciti e impliciti stimati, ove opportuno e in linea con i principi di cui al paragrafo 37, e dovrebbe essere rivista e, se necessario, adeguata per garantire che il prelievo possa evolvere regolarmente alla luce delle condizioni di mercato.

5.4 Orientamenti sui fondi istituiti per lo smobilizzo delle attività illiquide (side pocket)

53. I gestori di fondi dovrebbero prendere in considerazione l'attivazione di fondi istituiti per lo smobilizzo delle attività illiquide (side pocket) solo in circostanze eccezionali e qualora ciò sia motivato alla luce degli interessi dei loro investitori. Un elenco non

esaustivo di circostanze eccezionali in cui un gestore di fondi può prendere in considerazione l'attivazione di side pocket comprende:

- a) incertezza di valutazione significativa e/o illiquidità di una parte specifica del portafoglio del fondo per la quale non esiste un mercato attivo e/o per la quale la negoziazione è vietata (ad esempio a causa di sanzioni) e/o per la quale la valutazione equa è temporaneamente indisponibile al fine di separarla dal resto del fondo (per consentire a tale parte di rimanere aperta agli investitori);
- b) frode, crisi finanziaria o guerra che colpiscono un particolare settore o regione.

54. Nella calibrazione dei side pocket, i gestori devono prendere in considerazione:

- a) la determinazione delle circostanze per l'attivazione di un side pocket e la definizione del momento in cui tali condizioni non sussistono più;
- b) la definizione di criteri per la valutazione e il monitoraggio delle condizioni che hanno determinato l'uso del side pocket;
- c) la valutazione dell'opportunità di investire una parte del capitale per gestire le potenziali passività dei side pocket;
- d) i criteri per il riesame e l'eventuale revisione della decisione relativa ai side pocket e il cambiamento delle circostanze che lo giustificerebbe.

