



## Revisione della disciplina secondaria in materia di gestione collettiva del risparmio Proposte di modifica - ASSOGESTIONI

Si riporta di seguito parte del testo delle disposizioni proposte in consultazione, con l'evidenziazione delle modifiche suggerite dall'Associazione accompagnate da un breve testo esplicativo.

| <b>Capitolo III</b><br><b>Attività di investimento: divieti e norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio</b>  | <b>Commento</b>   |
|--|---|
| <p style="text-align: center;"><i>SEZIONE II</i><br/><i>OICR ARMONIZZATI</i></p> <p><b>1. Oggetto dell'investimento e composizione complessiva del patrimonio</b></p> <p>Gli OICR armonizzati investono il proprio patrimonio in attività:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>i) indicate nel presente paragrafo;</li><li>ii) coerenti con la loro politica di investimento;</li><li>iii) i cui rischi siano adeguatamente controllati [nell'ambito del processo di gestione del rischio];</li><li>iv) liquide, in modo da non compromettere l'obbligo dell'OICR di rimborsare le quote in qualunque momento secondo le modalità previste dal regolamento di gestione (4);</li><li>v) rispetto alle quali la perdita potenziale massima che l'OICR può sostenere è limitata – ad eccezione degli strumenti indicati nelle successive lett. c, c-bis) e d) - al corrispettivo pagato.</li></ul> <p>(4) Il grado di liquidità va valutato con riguardo sia al singolo strumento finanziario – secondo quanto indicato nel presente paragrafo – sia alle caratteristiche del fondo in termini di concentrazione dei detentori delle quote, degli andamenti dei flussi di sottoscrizione e rimborso e, in generale, rivenienti dalle disposizioni del regolamento di gestione.</p> <p><u>Nel caso in cui il grado di liquidità di un singolo strumento finanziario sia giudicato insufficiente, esso può essere acquistato o detenuto solamente se nel portafoglio sono presenti strumenti finanziari con caratteristiche di liquidità e per ammontari tali da porre l'OICR nella condizione di non compromettere l'obbligo di rimborsare le quote in qualunque momento secondo le modalità previste dal regolamento di gestione.</u></p> | <p>L'integrazione che si suggerisce riprende la linea guida del CESR riguardante l'art.2(1) in base alla quale l'acquisto o la detenzione di strumenti finanziari illiquidi non è vietata "if there are sufficiently liquid securities in the portfolio so as to be able to meet the requirements of Article 37".</p> |



In particolare, l'OICR può investire in:

a) strumenti finanziari di cui all'art. 1, comma 2, lett. a) e b) (5) del TUF quotati che rispettino le seguenti condizioni:

- sia disponibile una valutazione affidabile che presuppone l'esistenza di prezzi accurati, affidabili e regolari che siano prezzi di mercato o, in alternativa, prezzi espressi da sistemi di valutazione indipendenti dagli emittenti;
- siano disponibili informazioni appropriate che assicurino comunicazioni regolari, complete e accurate sullo strumento o, laddove rilevante, sul portafoglio di riferimento dello strumento medesimo;
- siano negoziabili.

La SGR valuta il grado di liquidità dei singoli strumenti tenendo conto di fattori rilevanti quali:

- i volumi, la frequenza e l'entità degli scambi;
- l'oggettività dei prezzi ed effettiva realizzabilità degli stessi sul mercato;
- l'andamento - all'interno di un lasso temporale congruo - dei prezzi di acquisto e di vendita e la comparabilità degli stessi;
- la diffusione dei prezzi attraverso fonti informative affidabili e riscontrabili.

Le SGR possono considerare liquidi gli strumenti finanziati quotati a meno che non siano disponibili informazioni che inducano a una valutazione diversa;

(5) Ai fini delle presenti disposizioni, gli strumenti finanziari del mercato monetario sono considerati normalmente negoziati sul mercato monetario quando ricorre una delle seguenti condizioni:

- durata massima pari a 397 giorni alla data dell'emissione;
- durata residua massima pari a 397 giorni;
- il rendimento è sottoposto a rettifiche periodiche (e comunque almeno ogni 397 giorni) per tenere conto delle condizioni del mercato monetario;
- il profilo di rischio complessivo associato allo strumento è coerente con quello degli strumenti aventi le caratteristiche di cui ai precedenti alinea.

Per esigenze di chiarezza si suggerisce di riprendere nel dettaglio il testo l'art. 2 c.1 della Direttiva Eligible Assets. Nel testo proposto in consultazione, infatti, non è chiaro se i prezzi "espressi da sistemi di valutazione..." debbano essere anch'essi "accurati, affidabili e regolari".



b) strumenti del mercato monetario di cui all'art. 1, comma 2, lett. b), del TUF non quotati che siano:

- emessi o garantiti da un'amministrazione centrale, regionale o locale o da una Banca centrale di uno Stato membro dell'UE, dalla Banca centrale europea, dall'UE o dalla Banca europea per gli investimenti, da uno Stato del "Gruppo dei 10" (G10) o classificato di qualità adeguata (*investment grade*) o da un organismo pubblico internazionale al quale appartengono uno o più Stati membri dell'UE;
- emessi da un'impresa i cui titoli sono quotati;
- emessi o garantiti da un istituto soggetto a vigilanza prudenziale di uno Stato dello Spazio economico europeo o di un paese del "Gruppo dei 10" (G10) o classificato di qualità adeguata (*investment grade*) ~~da almeno una agenzia di rating riconosciuta~~ o soggetto a norme prudenziali applicabili equivalenti a quelle stabilite per i soggetti domestici (6).

Tali strumenti devono rispettare le seguenti condizioni:

- il valore dello strumento sia determinabile attraverso sistemi di valutazione affidabili e accurati che:
  - i) consentano di determinare il valore al quale lo strumento può essere scambiato tra parti consapevoli e disponibili a realizzare l'operazione a condizioni di mercato;
  - ii) siano basati su dati di mercato o su modelli di valutazione ivi compresi i sistemi basati sui costi ammortizzati (7);
- siano disponibili informazioni appropriate, incluse quelle necessarie per valutare il rischio di credito derivante dall'investimento nello strumento di mercato monetario<sup>8</sup>.

La SGR valuta il grado di liquidità dei singoli strumenti del mercato monetario tenendo conto di fattori rilevanti quali:

- la frequenza degli scambi;
- il numero dei soggetti disposti a trattare lo strumento in acquisto e vendita, la natura delle sedi di scambio;
- l'entità della emissione o del programma di emissione;
- la possibilità di riscattare o vendere lo strumento a breve termine e a costi limitati.

(6) L'equivalenza delle norme prudenziali applicabili deve essere accertata ~~attraverso un'apposita delibera dall'organo amministrativo della~~ dalla SGR prima di procedere all'acquisto degli strumenti in questione.

(7) Il metodo dei costi ammortizzati, al fine di assicurare che non vi sia una significativa discrepanza tra il valore dello strumento e il valore calcolato

La cancellazione che si suggerisce è coerente con la proposta di eliminare il riferimento alle "agenzie di rating riconosciute" nel primo trattino (strumenti del mercato monetario emessi o garantiti da un'amministrazione centrale etc.) e con il dettato dell'art.19, c.1 lett.h, 3° trattino della Direttiva Ucits.

Nel caso in cui si intendesse mantenere tale riferimento, andrebbe precisato cosa si intende per agenzia di rating "riconosciuta".

In considerazione dell'elevata specificità dell'accertamento in questione e al fine di mantenere un sufficiente grado di flessibilità operativa, si suggerisce di non specificare a livello normativo quale debba essere l'organo o la funzione della SGR specificamente incaricati di provvedere all'adempimento in discorso.



secondo detto metodo, può essere utilizzato solo con riferimento a strumenti che abbiano una vita residua non superiore a tre mesi e siano emessi da soggetti con elevato merito di credito.

(8) Con riferimento agli strumenti del mercato monetario indicati:

I. di cui al primo alinea della lettera (qualora non garantiti da uno Stato membro ovvero, nel caso di uno Stato membro che è uno Stato federale, da uno dei membri che fanno parte della federazione) e secondo alinea, per informazioni appropriate si intendono:

- a) le informazioni sull'emissione o programma di emissione e sulla situazione giuridica e finanziaria dell'emittente prima dell'emissione dello strumento del mercato monetario;
- b) l'aggiornamento delle informazioni di cui alla lettera a) su base periodica e ogniqualvolta si verifichi un evento significativo;
- c) le informazioni di cui alla lettera a), verificate da parte di terzi adeguatamente qualificati non soggetti alle istruzioni dell'emittente;
- d) affidabili statistiche disponibili sull'emissione o sul programma di emissione.

II. Al primo alinea (qualora siano garantiti da uno Stato membro o, nel caso di uno Stato membro che è uno Stato federale, da uno dei membri che fanno parte della federazione e non emessi dalla Banca centrale europea o dalla Banca Centrale di uno Stato membro) per informazioni appropriate si intendono le informazioni sull'emissione o sul programma di emissione o sulla situazione giuridica e finanziaria dell'emittente prima dell'emissione dello strumento del mercato

III. Al terzo alinea della presente lettera, per informazioni appropriate si intendono:

- a) le informazioni sull'emissione o sul programma di emissione o sulla situazione giuridica e finanziaria dell'emittente prima dell'emissione dello strumento del mercato monetario;
- b) l'aggiornamento delle informazioni di cui alla lettera a) su base periodica e ogniqualvolta si verifichi un evento significativo; c) affidabili statistiche disponibili sull'emissione o sul programma di emissione o di altri dati che consentano una valutazione appropriata dei rischi di credito connessi agli investimenti in tali strumenti.



c) strumenti finanziari derivati quotati che abbiano ad oggetto attività in cui l'OICR può investire, indici finanziari (9), tassi d'interesse, tassi di cambio o valute e che rispettino le condizioni previste per gli strumenti finanziari quotati di cui alla lettera a) del presente paragrafo;

(9) Ai fini della presente disciplina gli indici finanziari sottostanti a strumenti derivati devono:

a) essere adeguatamente diversificati. A tal fine devono essere soddisfatte le seguenti condizioni:

i) l'indice deve essere composto in modo tale che le oscillazioni dei prezzi o le transazioni riguardanti una componente dell'indice medesimo non influenzino indebitamente il rendimento dell'intero indice;

ii) qualora l'indice sia composto da attività di cui al paragrafo 1 della presente Sezione, la sua composizione deve essere diversificata conformemente a quanto previsto dal par. 3.5 della presente Sezione;

iii) qualora l'indice sia composto da attività diverse da quelle di cui al paragrafo 1 della presente Sezione, la sua composizione deve essere diversificata in modo equivalente a quanto previsto dal par. 3.5 della presente Sezione; salvo il caso in cui i derivati su tale indice siano utilizzati allo scopo di diversificare il rischio. In tale circostanza l'esposizione dell'OICR a tale indice deve rispettare il requisito di concentrazione previsto dal par. 3.1, lettera a;

b) rappresentare un parametro di riferimento adeguato per il mercato al quale si riferiscono. A tal fine, devono essere soddisfatte le seguenti condizioni:

[omissis]

c) essere resi pubblici in modo adeguato. A tal fine, devono essere rispettati i seguenti criteri:

[omissis]

Nel caso di indici di *hedge fund* si deve tener conto delle indicazioni fornite in materia dal CESR (cfr. CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS - The classification of hedge fund indices as financial indices, CESR/07-434).

Quando la composizione delle attività utilizzate come sottostanti dagli strumenti finanziari derivati su indici finanziari non soddisfa i criteri indicati alle lettere a), b) e c), tali strumenti finanziari derivati sono considerati strumenti finanziari derivati su una combinazione di attività in cui il fondo può investire.

Si suggerisce di recepire la linea guida del CESR 9(1)(a)(iii) che definisce vincoli meno rigidi in tema di ammissibilità nel caso in cui i derivati su indici su attività *non eligible* siano utilizzati per scopi di diversificazione del rischio.

In relazione al riconoscimento della possibilità che gli indici finanziari siano composti da attività diverse da quelle di cui al paragrafo 1 della presente Sezione, si suggerisce di integrare le previsioni della nota 9 con un riferimento esplicito alle linee guida del CESR in tema di classificazione degli indici di *hedge fund* quali indici finanziari (CESR/07-434).



|   |   |
|---|---|
| <p>c-bis) strumenti finanziari derivati di cui all'art. 1, comma 2, lett. h), del TUF ("derivati creditizi") quotati, a condizione che:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- consentano il trasferimento <a href="#">a terze parti ovvero l'assunzione</a> del rischio di credito associato ad attività in cui l'OICR può investire;</li><li>- non diano luogo alla consegna o al trasferimento, anche sotto forma di contante, di attività diverse da quelle in cui l'OICR può investire.</li></ul> <p>Tali strumenti devono inoltre rispettare le condizioni previste per gli strumenti finanziari quotati di cui alla lettera a) del presente paragrafo.</p>  | <p>Si ritiene utile integrare il testo proposto in consultazione rendendo esplicito il fatto che i derivati creditizi sono ammissibili a prescindere dalla direzione del trasferimento del rischio (verso terzi ovvero verso l'OICR).</p> |
| <p>d) strumenti finanziari derivati di cui alle precedenti lettere c) e c-bis) non quotati ("strumenti derivati OTC"), a condizione che:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- le controparti di tali contratti siano intermediari di elevato <i>standing</i> sottoposti a vigilanza prudenziale di uno Stato membro dell'UE o di un paese del "Gruppo dei 10" (G10);</li><li>- siano oggetto quotidianamente di valutazioni affidabili e verificabili. È tale la valutazione che soddisfi le seguenti condizioni:<ul style="list-style-type: none"><li>a) la base per la valutazione dello strumento sia un valore di mercato aggiornato e affidabile ovvero, qualora tale valore non sia disponibile, lo stesso sia determinato sulla base di un meccanismo di calcolo che utilizzi una metodologia riconosciuta <del>dal mercato</del> <a href="#">dalla comunità finanziaria</a> come adeguata;</li><li>b) la verifica della valutazione sia compiuta, in alternativa, da:<ul style="list-style-type: none"><li>i) un soggetto terzo che sia indipendente dalla controparte del derivato OTC, con frequenza adeguata ed in modo tale che la SGR sia in grado di verificarla;</li><li>ii) un'unità all'interno della SGR indipendente dalla struttura incaricata della gestione degli investimenti e dotata di adeguate risorse umane e tecniche;</li></ul></li></ul></li><li>- possano essere venduti, liquidati o chiusi attraverso una operazione di compensazione in qualsiasi momento al loro valore corrente per iniziativa dell'OICR;</li></ul> | <p>La modifica che si suggerisce è coerente con la terminologia adottata in sede di disciplina dei criteri di valutazione degli strumenti finanziari derivati OTC.</p>  |



|  |   |
|--|---|
| <p>e) strumenti finanziari di cui <del>alla precedente lett. a) all'art. 1, comma 2, lett. a) e b) del TUF non quotati diversi da quelli indicati nella precedente lettera a)</del> nel limite stabilito nel par. 6.7 della presente Sezione, che rispettino le seguenti condizioni:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- siano negoziabili;</li><li>- sia disponibile una valutazione affidabile che presuppone una valutazione periodica basata sulle informazioni provenienti dall'emittente il valore mobiliare o su analisi specializzate in materia di investimenti;</li><li>- siano disponibili informazioni appropriate che assicurino comunicazioni alla SGR regolari, <del>complete</del> e accurate sullo strumento o, laddove rilevante, sul portafoglio di riferimento dello strumento medesimo.</li></ul> <p>La SGR valuta il grado di liquidità dei singoli strumenti tenendo conto di fattori rilevanti quali:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- i volumi, la frequenza e l'entità degli scambi;</li><li>- l'oggettività dei prezzi ed effettiva realizzabilità degli stessi sul mercato;</li><li>- l'andamento - all'interno di in un lasso temporale congruo - dei prezzi di acquisto e di vendita e la comparabilità degli stessi;</li><li>- la diffusione dei prezzi attraverso fonti informative affidabili e riscontrabili;</li></ul>   | <p>La modifica proposta consente di considerare <i>eligible</i> anche gli stumenti di cui alla precedente lettera a) che <u>pur essendo quotati</u> non rispettino i criteri di detta lettera.</p> <p>Si suggerisce di riprodurre fedelmente il dettato dell'art. 2, c.1 lettera d), ii) della Direttiva Eligible Assets che non prevede che le informazioni relative a strumenti non quotati debbano essere anche "complete".</p>  |
| <p>f) parti di OICR armonizzati;</p> <p>g) parti di OICR non armonizzati aperti:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- il cui patrimonio può essere investito nelle attività di cui al presente paragrafo;</li><li>- per i quali, ove di diritto estero, sussistono le condizioni per il rilascio dell'autorizzazione di cui al Titolo VI, Capitolo V, par. 2 (10);</li><li>- la cui disciplina assicura un livello di protezione per l'investitore analogo a quello garantito dagli OICR armonizzati, avuto specifico riguardo alla disciplina in materia di deposito dei beni del fondo, di divieti di carattere generale e di limiti all'indebitamento (11);</li><li>- per i quali è prevista la redazione di un rendiconto annuale e di una relazione semestrale relativi alla situazione patrimoniale e reddituale dello stesso OICR;</li></ul> <p>(10) La sussistenza delle condizioni va accertata <del>dall'organo amministrativo della SGR attraverso un'apposita deliberata dalla SGR</del> prima di procedere all'acquisto delle parti degli OICR non armonizzati. <del>L'organo amministrativo</del> <u>La SGR</u> definisce <del>le</del> procedure volte a verificare la permanenza delle condizioni; le verifiche effettuate devono risultare dalla documentazione interna della SGR.</p> <p>(11) L'equivalenza del livello di protezione va accertata secondo quanto indicato nella nota precedente. <u>La SGR può fare riferimento alle indicazioni fornite dal CESR in materia (cfr. par. 26 delle "CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS" CESR/07-044)</u></p> | <p>In considerazione della elevata tecnicità e specificità delle procedure in questione e al fine di mantenere un sufficiente grado di flessibilità operativa, si suggerisce di non specificare a livello normativo quale debba essere l'organo o la funzione della SGR specificamente incaricati di provvedere all'adempimento in discorso.</p> <p>Si suggerisce di rimandare alle linee guida del CESR (par. 26) che indicano alcuni fattori che possono essere presi in considerazione al fine di valutare se il livello di protezione per l'investitore è analogo a quello assicurato dagli OICR armonizzati.</p> |



|   |   |
|---|---|
| <p>g-bis) quote di fondi chiusi</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- <u>costituiti in forma contrattuale, qualora a condizione che</u> per tali fondi siano previsti meccanismi di <i>governance</i> equivalenti a quelli stabiliti per le società di capitali (11-bis) e <u>che</u> la gestione è <u>sia</u> svolta da un'entità soggetta a regolamentazione per la protezione degli investitori; <u>ovvero</u></li><li>- <u>costituiti in forma di società di investimento o di "unit trust", a condizione che essi siano soggetti ai meccanismi di <i>governance</i> delle società di capitali e che, nel caso di gestione delegata ad una società terza, questa sia soggetta a regolamentazione per la protezione degli investitori.</u></li></ul> <p><del>a</del>-A seconda che le quote siano quotate o non quotate si applicano, rispettivamente, le condizioni previste nelle precedenti lett. a) ed e) (12);</p> <p><u>(11-bis) Per stabilire l'equivalenza dei meccanismi di <i>governance</i> la SGR può fare riferimento alle indicazioni fornite dal CESR in materia (cfr. 2(2)(b)(ii) in "CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS", CESR/07-044)</u></p> <p>(12) In ogni caso l'investimento in quote di fondi chiusi non deve consentire l'aggiramento delle previsioni contenute nel presente capitolo.</p> | <p>Si suggerisce di uniformarsi all'approccio della Direttiva Eligible Assets e di distinguere pertanto tra i fondi chiusi costituiti in forma contrattuale e quelli costituiti in forma societaria.</p> <p>Si suggerisce di rimandare alle linee guida del CESR in materia di equivalenza dei meccanismi di <i>governance</i> dei fondi chiusi costituiti in forma contrattuale.</p> |
| <p><u>g-ter) strumenti finanziari che cartolarizzano un portafoglio di attività ovvero sono collegati al rendimento di attività che possono differire da quelle previste dal presente paragrafo a condizione che:</u></p> <ul style="list-style-type: none"><li>- <u>siano negoziabili;</u></li><li>- <u>sia disponibile una valutazione affidabile;</u></li><li>- <u>siano disponibili informazioni appropriate.</u></li></ul>   | <p>Si suggerisce di recepire l'art. 2 c. 2 lettera c della Direttiva Eligible Assets.</p>   |
| <p>h) depositi bancari presso banche aventi sede in uno Stato membro dell'UE o appartenente al "Gruppo dei dieci" (G-10), a condizione che:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- non abbiano una scadenza superiore a 12 mesi;</li><li>- siano rimborsabili a vista o con un preavviso inferiore a 15 giorni.</li></ul> <p>Gli OICR possono detenere liquidità per esigenze di tesoreria.</p>  |   |



|  |   |
|--|---|
| <p><b>5. Strumenti finanziari derivati (18)</b><br/><i>Qualificazione del fondo</i><br/>L'organo con funzione di supervisione strategica della SGR, con apposita delibera, classifica il fondo come "fondo sofisticato" o come "fondo non sofisticato", tenendo conto dei seguenti criteri:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- grado di incidenza degli strumenti finanziari derivati sul totale del portafoglio;</li><li>- complessità degli strumenti finanziari derivati utilizzati;</li><li>- complessità delle strategie e delle tecniche di investimento adottate.</li></ul> <p>Le SGR adottano metodologie adeguate a misurare e monitorare i rischi derivanti dall'utilizzo di strumenti finanziari derivati anche tenuto conto della classificazione del fondo.(19 )</p> <p>(18) Ai fini del presente paragrafo, i <i>warrant</i> e i diritti di opzione connessi ad operazioni sul capitale delle società emittenti non sono considerati strumenti finanziari derivati. Il loro valore va a incrementare la posizione nel titolo cui danno diritto.</p> <p>(19) Per la gestione dei rischi dei fondi sofisticati le SGR adottano adeguate metodologie basate almeno su sistemi di tipo VaR integrati da <i>stress test</i>.</p> | <p>Andrebbe precisato se tale nota debba essere interpretata come una facoltà, per i fondi "sofisticati", di utilizzare il <u>metodo dei modelli interni</u> ai fini del calcolo dell'esposizione complessiva in derivati.<br/>In caso affermativo, un fondo "sofisticato" dovrebbe adottare metodologie VaR di controllo del rischio integrate da <i>stress test</i>, ma potrebbe scegliere se calcolare l'esposizione complessiva in derivati con il <u>metodo dei modelli interni</u> ovvero con quello degli impegni.</p> |
| <p><i>Esposizione complessiva in derivati</i><br/>L'esposizione complessiva in strumenti finanziari derivati non può essere superiore al valore complessivo netto del fondo.<br/>L'esposizione è calcolata secondo uno dei due seguenti metodi:</p> <p>a) metodo degli impegni<br/>L'esposizione complessiva in strumenti finanziari derivati è pari alla somma (20):</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- degli impegni assunti dal fondo in relazione a transazioni in strumenti finanziari derivati, determinati secondo quanto indicato nell'allegato V.3.1 <del>del regolamento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005</del>;</li><li>- del rischio di controparte relativo agli strumenti finanziari derivati OTC (21), determinato secondo quanto indicato nell'allegato V.3.2 <del>del Regolamento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005</del>.</li></ul> <p>(20) <i>omissis</i><br/>(21) <i>omissis</i></p>   |   |



|  |   |
|--|---|
| <p>b) metodo dei modelli interni</p> <p>Le SGR possono calcolare l'esposizione complessiva in strumenti finanziari derivati sulla base di propri modelli interni, purché questi soddisfino una serie di criteri organizzativi e quantitativi e siano autorizzati dalla Banca d'Italia.</p> <p>I modelli interni si basano sul controllo quotidiano dell'esposizione al rischio di mercato complessivo del portafoglio del fondo ("esposizione complessiva"), calcolata attraverso un approccio fondato su procedure statistiche (approccio del "valore a rischio", VaR). <del>La metodologia VaR deve essere integrata con altre forme di misurazione e controllo dei rischi.</del></p> <p>È inoltre necessario che l'organo di supervisione strategica della SGR sia consapevole delle principali ipotesi e dei limiti impliciti del modello.</p> <p>La SGR che intende utilizzare un proprio modello interno deve possedere un sistema di gestione del rischio progettato in maniera corretta e coerente ed applicato in maniera esaustiva.</p> <p>Ai fini dello sviluppo, dell'utilizzo e dell'autorizzazione del modello interno si applicano le disposizioni di cui all'allegato.</p>   | <p>Si ritiene condivisibile il fatto che la metodologia VaR debba essere integrata con altre forme di misurazione e controllo dei rischi (es. controllo dei rischi operativi, dei limiti di concentrazione, ecc.); tuttavia, per motivi di pertinenza, si suggerisce di spostare tale previsione in sezione diversa da quella specificamente dedicata al calcolo dell'esposizione complessiva in derivati.</p>  |
| <p><i>Limiti all'operatività in strumenti finanziari derivati</i></p> <p>Non sono consentite operazioni in derivati equivalenti a vendite allo scoperto che configurano per il fondo un obbligo di consegnare a scadenza le attività sottostanti il contratto derivato (es.: non rientra tra le vendite allo scoperto l'acquisto di un'opzione <i>call</i> o <i>put</i>, mentre è da considerarsi equivalente ad una vendita allo scoperto l'emissione di un'opzione <i>call</i> tranne il caso in cui i titoli sottostanti il contratto derivato siano presenti nel portafoglio dell'OICR per tutta la durata dell'operazione).</p> <p>Non configurano vendite allo scoperto le operazioni in strumenti derivati che sono regolate in contanti <del>automaticamente o a discrezione della SGR (es.: future su indici)</del>; a condizione che il fondo detenga disponibilità liquide <del>o strumenti di debito liquidi titoli di rapida e sicura liquidabilità</del> <u>strumenti finanziari liquidi correlati positivamente con il sottostante degli strumenti derivati</u> il cui valore corrente sia almeno equivalente <u>ad un importo tale da assicurare che il fondo sia in grado di far fronte alle proprie obbligazioni di pagamento. Tale importo è calcolato applicando un metodo coerente con quello scelto per la determinazione dell'esposizione complessiva in derivati. a quello degli impegni assunti</u> (22) <u>(22-bis)</u>.</p> <p>(22) <u>Ai fini del presente paragrafo: a) si considerano liquidi gli strumenti finanziari che possono essere convertiti in contante in non più di sette giorni lavorativi ad un prezzo molto prossimo alla valutazione dello strumento finanziario nel suo mercato; b) le operazioni a termine in valuta si</u></p> | <p>Le modifiche proposte in materia di vendite allo scoperto sono coerenti con l'impostazione della disciplina di altri <i>partner</i> europei (Lussemburgo, Irlanda, Germania) e consentono di recepire anche in Italia la Raccomandazione 7.3 della Commissione in materia di derivati (2004/383/CE).</p> <p>Il metodo per determinare il livello della copertura dovrebbe essere coerente con il metodo scelto per la determinazione dell'esposizione complessiva. In caso contrario, infatti, la SGR che gestisse un fondo "sofisticato" e che avesse adottato un modello interno per il calcolo della relativa esposizione complessiva, si troverebbe costretta ad utilizzare un diverso metodo (quello degli impegni) al fine di assicurare la copertura adeguata delle posizioni <i>short</i>. Ciò aumenterebbe la complessità e i costi del sistema dei controlli senza risultare, tuttavia, in un analogo incremento della loro efficacia. La soluzione che si propone è coerente con l'approccio della disciplina lussemburghese.</p> <p>La precisazione in ordine alla qualificazione delle operazioni a termine in valuta è</p> |



~~considerano operazioni in derivati regolate in contanti. Le operazioni su strumenti finanziari derivati su titoli nozionali di natura obbligazionaria non sono considerate operazioni di vendita allo scoperto se il fondo detiene strumenti finanziari che abbiano una stretta correlazione (sulla base di parametri quali la valuta di denominazione, la vita residua o indicatori sintetici quali la *duration*) con quelli consegnabili.~~

(22-bis) Gli strumenti finanziari derivati che prevedono la consegna dello strumento finanziario sottostante al momento della scadenza o dell'esercizio, possono essere assimilati agli strumenti finanziari regolati in contanti a condizione che la consegna fisica del titolo sottostante non sia prassi comune nel mercato ove sono negoziati. La SGR:

- individua i mercati nei quali sussiste la prassi in questione;
- definisce le procedure interne volte ad assicurare che gli strumenti finanziari derivati negoziati nei mercati indicati nel precedente alinea siano effettivamente regolati in contanti.

finalizzata a risolvere, nel senso della riconduzione all'ambito dei derivati *cash settled*, le attuali incertezze interpretative.

Cfr. comunicazione della Banca d'Italia del settembre 2006, risposta al quesito n.6.



#### 6.4 Strumenti finanziari strutturati

Ai fini del presente paragrafo, gli strumenti finanziari di cui al par. 1, lett. a), e b) ed e), incorporano strumenti derivati qualora ricorrano le seguenti condizioni (nota):

- a) in virtù dell'elemento incorporato una parte o la totalità dei flussi di cassa dipende da un determinato tasso di interesse, prezzo di uno strumento finanziario, tasso di cambio, indice di prezzi o di tassi, valutazione del merito di credito o indice di credito o da altra variabile e, pertanto, varia in modo analogo ad un derivato a sé stante;
- b) le caratteristiche economiche e i rischi dell'elemento incorporato non sono strettamente correlati alle caratteristiche economiche e ai rischi del titolo ospite;
- c) l'elemento incorporato ha un impatto significativo sul profilo di rischio e sul prezzo dello strumento finanziario;
- d) l'elemento incorporato non è trasferibile separatamente dal titolo ospite.

Nel caso in cui lo strumento finanziario acquistato dall'OICR presenti le caratteristiche di cui alle lettere da a) a d) del presente paragrafo, gli impegni l'esposizione per il fondo riveniente è dalla componente derivata incorporata devono deve essere computata i ai fini dei limiti stabiliti nelle presenti disposizioni per le operazioni in strumenti finanziari derivati.

Nell'ipotesi in cui la componente derivativa sia trasferibile separatamente dal titolo ospite, ai fini dell'applicazione dei limiti di investimento stabiliti nelle presenti disposizioni si deve fare riferimento alle posizioni assunte sui predetti strumenti finanziari sottostanti.

(nota) Al fine di determinare la sussistenza delle condizioni la SGR può fare riferimento alle indicazioni fornite dal CESR in materia (cfr. art. 10 in "CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS", CESR/07-044).

La nozione di strumento finanziario strutturato dovrebbe includere anche gli strumenti "non quotati" di cui alla lettera e).

Si suggerisce di richiamare esplicitamente gli esempi di strumenti finanziari strutturati forniti dalle linee guida del CESR.

Si propone di sostituire il riferimento agli "impegni" con un più preciso riferimento all' "esposizione" (che a sua volta dovrà essere computata secondo il metodo degli impegni ovvero secondo quello dei modelli interni).



#### 6.6 Tecniche di gestione efficiente del portafoglio

Ai fini di una più efficiente gestione del portafoglio, un OICR - coerentemente con la propria politica di investimento - può effettuare operazioni di compravendita di titoli con patto di riacquisto (pronti contro termine), riporto, prestito di titoli ed altre assimilabili, a condizione che le operazioni siano effettuate all'interno di un sistema standardizzato, organizzato da un organismo riconosciuto di compensazione e garanzia ovvero concluse con intermediari di elevato *standing* e sottoposti alla vigilanza di un'autorità pubblica.

Tali operazioni devono essere:

- economicamente appropriate, in quanto realizzate in modo efficiente per quanto attiene ai costi sopportati dal fondo;
- poste in essere in relazione a uno dei seguenti fini:
  - a) riduzione del rischio del fondo;
  - b) riduzione del costo per il fondo;
  - c) generazione di capitale o di reddito aggiuntivi, con un livello di rischio coerente con il profilo di rischio del fondo e nel rispetto dei limiti prudenziali previsti nel presente capitolo.

I rischi di dette operazioni devono essere costantemente controllati.

Con riferimento alla finalità di “generazione di capitale o di reddito aggiuntivi” andrebbe precisato, se del caso anche in separata sede, che “il rispetto dei limiti prudenziali previsti nel presente capitolo” può essere assicurato dalla SGR anche attraverso presidi ed accorgimenti diversi da quelli previsti dall'attuale disciplina e in questa sede cancellati per intero.



|   |  |
|---|--|
| <p style="text-align: center;"><b>ALLEGATO<br/>METODOLOGIA DEI MODELLI INTERNI<br/>SEZIONE I<br/>REQUISITI ORGANIZZATIVI</b></p> <p><b>1. Governo societario</b><br/>Gli organi con funzioni di supervisione strategica, gestione e controllo, ciascuno secondo le rispettive competenze e responsabilità, definiscono le politiche generali del sistema di gestione del rischio di mercato, sono responsabili della sua realizzazione, vigilano sul suo concreto funzionamento, verificano la sua complessiva funzionalità e rispondenza ai requisiti previsti dalla normativa. Particolare attenzione va prestata ai processi, alle funzioni e agli altri profili che assumono rilievo ai fini della determinazione dell'”esposizione complessiva”.</p>   |  |
| <p><b>2. Organizzazione e sistema dei controlli</b><br/><i>2.1 Controlli di linea</i><br/>I controlli di linea sono effettuati dalle strutture deputate alla gestione del portafoglio dei fondi (front office) e da quelle responsabili della gestione delle transazioni (back-office); essi possono essere di tipo automatico ovvero disciplinati da appositi protocolli operativi, ad esempio controlli di tipo gerarchico. In ogni caso, il sistema dei controlli di linea deve essere adeguatamente documentato e conosciuto dai responsabili delle singole unità operative.<br/>I controlli sono finalizzati alla verifica della correttezza, completezza e coerenza interna delle informazioni sulle transazioni ed al rispetto dei limiti operativi.</p> <p><i>2.2 Controlli di secondo livello: la funzione di gestione del rischio</i><br/>La SGR dispone di una funzione di gestione del rischio, indipendente dalle unità di front office, che risponde direttamente all'organo con funzione di gestione. La funzione è responsabile della progettazione e della messa in atto del sistema di gestione del rischio nonché dell'elaborazione e dell'analisi dei rapporti quotidiani sui risultati del modello di misurazione del rischio. I rapporti quotidiani della funzione sono esaminati da dirigenti di livello gerarchico tale da poter imporre riduzioni sia delle posizioni assunte sia dell'esposizione complessiva al rischio del fondo.<br/>La SGR stabilisce procedure per verificare e imporre l'osservanza di una serie definita di politiche e controlli interni sull'insieme del funzionamento del sistema di misurazione dei rischi. Tale sistema è ben documentato, ad esempio mediante un manuale di gestione del rischio che ne descriva i principi fondamentali e fornisca una spiegazione delle tecniche impiegate per misurare i rischi di mercato. Il modello è integrato nel processo quotidiano di gestione e deve essere in grado di fornire agli organi aziendali le informazioni sull'esposizione al rischio del fondo. La SGR pone in essere un programma di</p> |  |



|   |  |
|---|--|
| <p>prove di stress (cfr. Sezione IV).</p> <p><i>2.3 La convalida interna del modello</i></p> <p>Il processo di convalida è costituito da una serie di attività e procedure volte ad assicurare che il modello sia progettato in maniera corretta e coerente e in grado di catturare adeguatamente tutti i rischi rilevanti.</p> <p>La convalida è effettuata quando il modello viene inizialmente sviluppato e quando vengono apportate delle modifiche significative. <del>La convalida è anche condotta su base continuativa.</del></p> <p><del>L'attività di convalida deve essere svolta da soggetti qualificati e indipendenti dal processo di sviluppo del modello stesso, ancorché collocati funzionalmente nella stessa funzione di gestione del rischio. In ogni caso</del> Le attività di convalida devono essere svolte da soggetti non coinvolti nella funzione di revisione interna.</p> <p>La convalida interna del modello prevede almeno:</p> <p>a) studi atti a dimostrare che le assunzioni adottate nel modello interno siano appropriate e non sottostimino il rischio;</p> <p>b) in aggiunta ai programmi di valutazione retrospettiva regolamentari, analisi condotte utilizzando prove addizionali(30).</p> <p>I risultati delle attività di convalida sono adeguatamente documentati e sottoposti alle valutazioni della funzione di revisione interna e degli organi aziendali.</p> <p>(30) Che possono includere, ad esempio: test condotti utilizzando variazioni ipotetiche del valore del portafoglio (che si realizzerebbero qualora le posizioni di fine giornata rimanessero immutate); test basati su periodi di osservazione più lunghi di quanto richiesto per il programma di validazione retrospettiva regolamentare (ad es. 3 anni); test condotti con intervalli di confidenza diversi da quello, pari al 99 per cento, richiesto dagli standard quantitativi; test retrospettivi basati su portafogli definiti ad un livello inferiore rispetto all'intero portafoglio del fondo.</p> | <p>Le modifiche proposte mirano a contemperare le esigenze di una convalida rigorosa del modello con quelle di mantenere i costi di tale processo entro ragionevoli limiti di economicità (nello stesso senso, ad es., la disciplina lussemburghese che sul punto si limita a prevedere che “before using the model for the first time, Risk Management must validate the model”).</p> |
| <p><i>2.4. La revisione interna</i></p> <p>La funzione di revisione interna procede ad un riesame dell'intero processo di gestione del rischio almeno una volta l'anno.</p> <p>Il riesame deve prendere in considerazione:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>— l'adeguatezza rispetto alle prescrizioni della normativa del sistema di gestione del rischio, inclusa la relativa documentazione, e dell'organizzazione della funzione di gestione del rischio;</li><li>— l'integrazione dei risultati del modello interno nella gestione del portafoglio del fondo;</li><li>— l'attendibilità complessiva del sistema informativo;</li><li>— i modelli di misurazione del rischio e i sistemi di valutazione che sono utilizzati dagli addetti al <i>front-office</i> e al <i>back-office</i>;</li><li>— l'accuratezza e la completezza dei dati, l'accuratezza e la congruità delle</li></ul>  |  |



|  |  |
|--|--|
| <p>ipotesi di volatilità e di correlazione;</p> <ul style="list-style-type: none"><li>— il processo di verifica che la SGR impiega per valutare la coerenza, la tempestività e l'affidabilità delle fonti dei dati utilizzati per i modelli interni, anche sotto il profilo dell'indipendenza delle fonti stesse;</li><li>— il processo di verifica che la SGR impiega per valutare i test retrospettivi;</li><li>— il processo di convalida del modello di misurazione del rischio.</li></ul> <p>È inoltre necessario che vi siano verifiche periodiche del sistema di misurazione del rischio, dell'attività svolta dalla funzione di gestione del rischio, del rispetto delle procedure di gestione del rischio da parte del <i>front-office</i>.</p> <p>Al fine di preservarne l'indipendenza, la funzione di revisione interna non deve essere direttamente coinvolta nella progettazione e nello sviluppo del sistema di gestione del rischio.</p> <p>La revisione interna, nell'ambito dell'ordinaria informativa resa agli organi aziendali, illustra le attività svolte nell'anno e i relativi esiti, dando specifica evidenza a tutte le criticità e disfunzioni rilevate e proponendo gli interventi correttivi.</p>  |  |
| <p style="text-align: center;"><b>SEZIONE II</b><br/><b>REQUISITI QUANTITATIVI</b></p> <p><b>1. Criteri per l'individuazione dei fattori di rischio</b></p> <p>Il modello interno deve rispettare alcuni vincoli nella scelta dei parametri di misurazione del rischio; in particolare, le SGR si adoperano affinché il modello incorpori tutti fattori di rischio connessi con l'operatività e il profilo di rischio dei fondi; in tal senso:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>— relativamente al rischio di tasso di interesse, il modello incorpori i fattori di rischio relativi ai tassi di interesse di ciascuna valuta nella quale il fondo detenga posizioni che costituiscano un'esposizione al rischio di tasso di interesse. <del>La SGR definisce la struttura per scadenze dei tassi di interesse servendosi di uno dei metodi generalmente accettati. Per esposizioni sostanziali al rischio di tasso di interesse nelle valute e nei mercati principali, la curva dei rendimenti deve essere suddivisa in almeno 6 segmenti di scadenza. Il sistema di misurazione del rischio deve inoltre tenere conto del rischio di movimenti non perfettamente correlati fra curve di rendimento relative a diversi strumenti finanziari;</del></li><li>— per il rischio di cambio, il sistema di misurazione incorpori i fattori di rischio corrispondenti alle singole valute in cui sono denominate le posizioni del fondo;</li><li>— per il rischio sui titoli di capitale, il sistema di misurazione impieghi un fattore di rischio distinto almeno per ciascuno dei mercati mobiliari nei quali il fondo detiene posizioni significative;</li><li>— il modello rifletta accuratamente, all'interno di ciascuna delle categorie generali di rischio, gli specifici rischi connessi con le opzioni.</li></ul> | <p>La disposizione di dettaglio inerente il rischio tasso di interesse appare eccessivamente prescrittiva, anche in considerazione delle analoghe meno vincolanti prescrizioni relative agli altri fattori di rischio. La valutazione di tali aspetti è demandata all'autonomo giudizio della SGR nel quadro del generale obbligo di assicurare che il modello "sia progettato in maniera corretta e coerente e in grado di catturare adeguatamente tutti i rischi rilevanti".</p> |



~~Per poter calcolare il rischio specifico su titoli di debito e su titoli di capitale le SGR devono dimostrare che il modello sia anche in grado di:~~  
~~— spiegare la variazione storica dei prezzi nel portafoglio (31);~~  
~~— resistere a una situazione sfavorevole (32);~~  
~~— valutare adeguatamente il rischio base con riferimento ai singoli nomi (33);~~  
~~— valutare adeguatamente il rischio di evento (34);~~  
~~— essere convalidato da test retrospettivi volti a verificare che il rischio specifico sia valutato in modo adeguato.~~

Laddove il portafoglio sia esposto a rischio di eventi a bassa probabilità ed elevato impatto (non rilevati nel calcolo del VaR ~~che prevede un periodo di detenzione di 30 giorni e un intervallo di confidenza del 99%~~), la SGR provvede affinché tali eventi siano valutati adeguatamente attraverso ulteriori misure, quali ad esempio prove di stress. I risultati di tali misure devono essere considerati a fini gestionali interni.

Le SGR possono stabilire in autonomia le modalità di misurazione del rischio delle posizioni individuali e i criteri di aggregazione per il calcolo della rischiosità del portafoglio (35), ~~comunicando alla Banca d'Italia i criteri di aggregazione dei rischi associati alle singole componenti del portafoglio.~~

~~(31) Una misura in grado di spiegare la variazione storica dei prezzi è il valore della R2 di una regressione; in questo caso il modello dovrebbe essere in grado di spiegare almeno il 90% della variazione storica dei prezzi o di includere esplicitamente stime della variabilità dei residui non catturati nei fattori della regressione.~~

~~(32) Il modello interno deve essere in grado di segnalare un rischio crescente nel caso di situazione sfavorevole. Tale risultato può essere ottenuto incorporando nel periodo di stima del modello almeno un intero ciclo economico e assicurando che il modello si sia rivelato accurato nella fase discendente del ciclo. Alternativamente, il risultato può essere ottenuto attraverso una simulazione delle situazioni storicamente o probabilisticamente peggiori (worst-case).~~

~~(33) Per base si intende la differenza di valore tra la copertura e il titolo coperto. In particolare, per quanto riguarda il rischio specifico, il rischio base è dato da differenze idiosincratice tra posizioni simili ma non identiche, ad esempio titoli di debito con diverso grado di subordinazione, discordanza tra le scadenze, o derivati di credito relativi a differenti eventi di default.~~

~~(34) Relativamente al rischio specifico su titoli di debito, il modello deve considerare in particolare modo il rischio di migrazione (cambiamento di classe di rating). Relativamente al rischio specifico su titoli di capitale, gli eventi che devono essere considerati dal modello sono rappresentati da salti di prezzo di~~

Le disposizioni di dettaglio circa la capacità esplicativa del modello e le relative caratteristiche di robustezza appaiono eccessivamente prescrittive. La valutazione di tali aspetti è demandata all'autonomo giudizio della SGR (vedi sopra).

I criteri di dettaglio per il calcolo del VaR sono riportati nel successivo par. 2.

Non si comprende l'esigenza di prevedere tale specifica comunicazione, in particolare alla luce della procedura di autorizzazione prevista nella Sezione V.



|  |  |
|--|--|
| <p><del>grandezza elevata, dovuti ad esempio a fusioni, scissioni e acquisizioni: inoltre la SGR deve valutare la rappresentatività dei campioni oggetto di analisi ed in particolare tener conto delle possibili distorsioni dovute al campionamento.</del></p> <p>(35) A titolo esemplificativo tra le opzioni disponibili vi è l'impiego della matrice di covarianza, del metodo della simulazione storica, delle simulazioni di tipo Montecarlo.</p>   |  |
| <p><b>2. Criteri per il calcolo del VaR</b></p> <p>Il calcolo del VaR deve essere effettuato su base giornaliera e deve prevedere un intervallo di confidenza unilaterale del 99 per cento e un periodo di detenzione pari a <del>30 giorni</del><u>20 giorni lavorativi</u>.</p> <p>Inoltre, il periodo storico di osservazione deve riferirsi ad almeno un anno precedente, tranne nel caso in cui un aumento improvviso e significativo delle volatilità dei prezzi giustifichi un periodo di osservazione più breve. Le serie di dati utilizzate devono essere aggiornate con frequenza almeno trimestrale.</p> <p>Le SGR procedono ad aggiornamenti più frequenti ogniqualvolta le condizioni di mercato mutino in maniera sostanziale.</p> <p>Per il calcolo del VaR, le SGR possono utilizzare correlazioni empiriche nell'ambito della stessa categoria di rischio e fra categorie di rischio distinte.</p> <p><del>La Banca d'Italia accerta che il metodo di misurazione delle correlazioni utilizzato sia corretto e applicato in maniera esaustiva:</del></p> <p><u>Previa autorizzazione della Banca d'Italia, le SGR possono, per giustificati motivi, utilizzare un intervallo di confidenza e/o un periodo di detenzione diversi da quelli sopra indicati.</u></p> | <p>Tale precisazione mira ad uniformare la lunghezza dell'<i>holding period</i> (nello stesso senso la disciplina lussemburghese).</p> <p>Alla luce della procedura di autorizzazione prevista nella Sezione V, non si comprende la portata di tale disposizione.</p> <p>Si propone così di recepire la Raccomandazione 3.3.2 della Commissione in materia di derivati (2004/383/CE). Nello stesso senso la disciplina lussemburghese.</p> |
| <p style="text-align: center;"><i>SEZIONE III</i></p> <p style="text-align: center;">DETERMINAZIONE DELL'ESPOSIZIONE COMPLESSIVA</p> <p><b>1. Limiti all'esposizione complessiva</b></p> <p>I fondi, tenuto conto della loro politica di investimento, rispettano i seguenti limiti di esposizione complessiva:</p> <p>a) Fondi con un indice di riferimento (benchmark)</p> <p>Le SGR assicurano che i fondi con un benchmark di riferimento non abbiano una esposizione complessiva, calcolata attraverso il modello interno, superiore a due volte quella del "portafoglio di riferimento".</p> <p>Per "portafoglio di riferimento" si intende un portafoglio, privo di strumenti finanziari derivati, costruito in modo coerente con la politica di investimento del fondo e con l'indice di riferimento indicato nel regolamento di gestione <del>(ove presente)</del><u>e ovvero</u> nel prospetto, avente lo stesso valore di mercato del fondo. Il processo di determinazione del "portafoglio di riferimento" è basato su procedure documentate e ricostruibili approvate dall'organo di</p>  |  |



|   |   |
|---|---|
| <p>supervisione strategica. Il “portafoglio di riferimento” è approvato dall’organo con funzione di gestione.</p> <p>b) Fondi privi di un indice di riferimento<br/>Nel caso di fondi per i quali non è appropriato costruire un “portafoglio di riferimento” (es.: fondi a ritorno assoluto), le SGR calcolano, attraverso il modello interno, l’esposizione complessiva ai rischi e, tenuto conto della politica di investimento del fondo, fissano una soglia massima di esposizione, comunque non superiore al 20 per cento.</p>  |   |
| <p><b>2. Risultati dei test retrospettivi</b><br/>Il test retrospettivo mette a confronto il VaR, calcolato secondo il modello interno e con orizzonte temporale giornaliero, con la variazione giornaliera del valore del portafoglio al fine di verificare se le misure di rischio elaborate dalla SGR al 99° percentile coprono effettivamente il 99% dei risultati.<br/>Il test si considera superato da un modello che, su un campione di 250 giorni lavorativi, produca al massimo 4 casi in cui i risultati <del>effettivi</del> non sono coperti dalla misura del rischio (“scostamenti”). <del>I</del> test retrospettivi <del>o</del> <u>devono</u> essere svolti <del>o almeno ogni mese</del> <u>quotidianamente</u>.</p> <p>Il calcolo della variazione di valore del portafoglio deve essere il più possibile significativa per il confronto con il VaR, pertanto la misura più indicata è data dalla variazione effettiva <del>netta</del> <u>lorda</u>.</p> <p><del>Inoltre, la SGR deve essere in grado, ove richiesto, di effettuare</del> test retrospettivi <del>sulla base</del> <u>devono essere basati su</u> di variazioni ipotetiche del valore del portafoglio, calcolate mantenendo invariate le posizioni <del>di fine giornata</del> <u>nel corso del giorno considerato (clean backtesting)</u>.</p> <p>Se la variazione <del>effettiva</del> <u>ipotetica</u> del valore del portafoglio supera il VaR calcolato secondo il modello, si ha uno scostamento. In funzione del numero di scostamenti si applicano i limiti di esposizione complessiva riportati nella Tabella 1 della presente Sezione.</p> | <p>La previsione in ordine alla frequenza giornaliera del <i>backtesting</i> appare eccessivamente onerosa, soprattutto se valutata in base alla sua potenziale efficacia. Si suggerisce pertanto di prevedere che i test vengano svolti almeno una volta al mese (in analogia alla frequenza che si propone per i test di stress). La disciplina lussemburghese prevede che le società di gestione debbano eseguire il <i>backtesting</i> almeno ogni tre mesi.</p> <p>In relazione alle finalità dell’attività di <i>backtesting</i> si ritiene maggiormente significativo determinare le variazioni di valore del portafoglio sulla base dei valori lordi.</p> <p>Si suggerisce di imporre l’adozione del c.d. <i>clean backtesting</i> in base al quale le variazioni di valore vengono determinate mantenendo invariate le posizioni di portafoglio per tutto il giorno considerato.</p> |



**Tabella 1**  
**Esposizione complessiva**

| Numero di scostamenti | Fondi con indice di riferimento<br>(Rapporto dei VaR) | Fondi privi di indice di riferimento |
|-----------------------|---|--------------------------------------|
| meno di 5             | ReVaR 200%  | VaR massimo (Max 20%)                |
| 5                     | ReVaR 160%  | VaR massimo -20% (16%)               |
| 6                     | ReVaR 150%  | VaR massimo -25% (15%)               |
| 7                     | ReVaR 135%  | VaR massimo -32,5% (14%)             |
| 8                     | ReVaR 125%  | VaR massimo -37,5% (13%)             |
| 9                     | ReVaR 115%  | VaR massimo -42,5% (12%)             |
| 10 o più              | ReVaR 100%  | VaR massimo -50% (10%)               |

La SGR ~~notifica prontamente~~ comunica annualmente alla Banca d'Italia gli scostamenti rilevati dal programma di test retrospettivi che hanno determinato l'applicazione dei limiti di cui alla Tabella 1 della presente Sezione.

Ove gli scostamenti risultino numerosi, la Banca d'Italia può imporre le misure necessarie per assicurare il tempestivo miglioramento del modello. Nel caso in cui, nonostante tali misure, gli scostamenti persistano la Banca d'Italia può revocare il riconoscimento del modello interno.

La sigla indicata nella tabella (ReVaR) indica di norma una misura di rischio (VaR di un portafoglio ottenuto dalla differenza di due portafogli) diversa da quella che si intende richiamare in questa sede (rapporto tra i VaR di due portafogli).

**SEZIONE IV**  
**PROVE DI STRESS**

**1. Programma di prove di stress**

~~Le SGR che utilizzano modelli interni dispongono di un rigoroso e completo programma di prove di stress per l'individuazione di eventi o fattori che potrebbero incidere in modo rilevante sulla rischiosità del portafoglio dei fondi.~~

~~Gli scenari di stress devono contemplare un'ampia gamma di fattori in grado di generare perdite e guadagni straordinari nei portafogli o di rendere particolarmente difficoltoso il controllo dei rischi.~~

~~La definizione degli scenari deve in particolare tenere conto della illiquidità dei mercati in condizioni di stress, della concentrazione del portafoglio, delle situazioni di mercato con comportamenti fortemente omogenei, dei rischi di evento, della non-linearità dei prodotti, delle posizioni "deep out-of-the-money", delle posizioni soggette a discontinuità nei prezzi e di altri rischi che non siano adeguatamente colti dai modelli VaR.~~

~~Gli shock applicati devono riflettere la natura dei portafogli e il tempo che potrebbe essere necessario per coprire o gestire i rischi in condizioni di~~

Le indicazioni in merito alle prove di stress appaiono eccessivamente dettagliate. Qui di seguito si propone una formulazione alternativa della Sezione IV elaborata anche sulla base delle indicazioni contenute nelle discipline tedesca e lussemburghese il cui approccio di maggiore generalità e responsabilizzazione delle SGR rappresenta, a parere della scrivente, un giusto punto di equilibrio tra le esigenze della vigilanza e quelle degli operatori.

**SEZIONE IV**  
**PROVE DI STRESS**

Le SGR che utilizzano modelli interni dispongono di un rigoroso programma di prove di stress per l'individuazione di eventi o fattori che potrebbero incidere in modo rilevante sulla rischiosità del portafoglio dei fondi.

Gli scenari di stress simulati:

- devono considerare tutti i fattori di rischio aventi effetti non trascurabili sul valore del portafoglio;



|  |   |
|--|---|
| <p><del>mercato estreme. Le prove di stress devono essere di natura sia quantitativa sia qualitativa e contemplare tanto il rischio di mercato quanto gli effetti di liquidità generati da turbative di mercato:<br/>I criteri quantitativi individuano plausibili scenari di stress cui i portafogli dei fondi possono trovarsi esposti.<br/>I criteri qualitativi individuano le misure da intraprendere per ridurre il rischio e preservare il valore del patrimonio del fondo. I risultati delle prove di stress sono comunicati regolarmente all'organo con funzione di supervisione strategica e all'organo con funzione di gestione:</del></p>  | <p><del>- <u>devono prevedere cambiamenti nelle correlazioni tra i fattori individuati;</u><br/>- <u>devono tener conto del tempo che potrebbe essere necessario per gestire i rischi in condizioni di mercato estreme.</u></del></p> <p><u>Le prove di stress devono essere svolte con una frequenza coerente con il profilo di rischio dei fondi considerati e comunque almeno una volta al mese.</u></p> <p><u>I risultati delle prove di stress sono comunicati regolarmente all'organo con funzione di supervisione strategica e all'organo con funzione di gestione e trovano riflesso nelle linee operative e nei limiti di esposizione fissati dai competenti organi aziendali.</u></p> |
| <p><b>2. Tipologia di scenari</b><br/>Le SGR sottopongono i portafogli dei fondi a vari scenari di stress simulati. Un primo tipo di scenario comprende periodi passati di forte perturbazione, tenendo conto sia degli ampi movimenti di prezzo sia della forte riduzione della liquidità che si è accompagnata a questi eventi (36):<br/>Un secondo tipo di scenario misura la sensibilità dell'esposizione ai rischi di mercato a determinate variazioni nei parametri di volatilità e correlazione:<br/>La prova di stress comporta l'individuazione dell'intervallo entro cui si sono mosse le passate variazioni delle volatilità e delle correlazioni e una valutazione delle attuali posizioni dei portafogli a fronte di valori estremi di tale intervallo storico. Al fine di cogliere le specificità dei portafogli, ciascuna SGR individua inoltre situazioni di stress che essa considera massimamente sfavorevoli.<br/>I risultati dei test trovano riflesso nelle linee operative e nei limiti di esposizione fissati dai competenti organi aziendali. Le SGR forniscono alla Banca d'Italia una descrizione della metodologia impiegata per definire e testare gli scenari di stress e dei risultati ottenuti.</p> <p>(36) A titolo di esempio, il crollo del mercato azionario del 1987, la crisi dello SME del 1992, la caduta dei corsi obbligazionari nel primo trimestre del 1994, la caduta delle borse del sud est asiatico dell'ottobre 1997, la crisi dei mercati immescata dai mutui sub prime nell'estate 2007.</p> |   |
| <p style="text-align: center;"><b>SEZIONE V</b><br/><b>AUTORIZZAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA</b></p> <p>La Banca d'Italia autorizza l'utilizzo dei modelli interni per il calcolo dell'esposizione massima, subordinatamente al rispetto dei requisiti organizzativi e quantitativi, in conformità con quanto previsto nel presente Allegato.</p> <p>Gli aspetti di rilievo emersi dall'esame della documentazione da parte della Banca d'Italia vengono approfonditi con gli esponenti aziendali coinvolti nei diversi aspetti del processo di misurazione e gestione del rischio.</p>  |   |



La Banca d'Italia si riserva, anche in caso di riconoscimento del modello, di indicare gli aspetti non pienamente rispondenti ai requisiti minimi e di richiedere interventi correttivi.

[La Banca d'Italia rende pubblico l'elenco e le principali caratteristiche dei modelli interni autorizzati ai sensi della procedura prevista nella presente sezione. Tale elenco include anche modelli di gestione del rischio basati su metodologie affermate e riconosciute dalla comunità finanziaria che essa reputa, in via generale, conformi ai requisiti previsti nel presente allegato.](#)

Si propone di recepire il punto 3.3.3 della Raccomandazione della Commissione in materia di uso dei derivati (2004/383/CE). Inoltre, al fine di agevolare le SGR nell'individuazione del proprio modello interno, si suggerisce di integrare l'elenco dei modelli autorizzati con l'indicazione di altri modelli di uso comune nella comunità finanziaria che pur non essendo stati (ancora) autorizzati, la Banca d'Italia ritiene, in via generale, conformi ai requisiti dell'allegato.