

Rischio di liquidità, una sfida per risk management e ESMA

LINK: <https://www.riskmanagement360.it/analisti-ed-esperti/rischio-di-liquidita-una-sfida-per-risk-management-e-esma/>

Rischio di mercato e rischio di liquidità. Cerchiamo di spiegarli con una metafora. Immaginiamo di essere al volante di una potente auto sportiva, finemente accessoriata e dotata di tutti i confort. Siamo alle prese con una strada di montagna dal paesaggio mozzafiato. Tra un tornante e l'altro riflettiamo sulla sicurezza del nuovo sistema anticollisione di serie, basato su un sofisticato algoritmo che consente al veicolo di segnalare al guidatore il rischio di sbandata nei prossimi 100 metri di strada. L'unico neo del veicolo è l'inaffidabilità dei freni, che non reagiscono sempre come dovrebbero: anche se il sistema anticollisione si dovesse attivare, segnalando un pericolo imminente, il freno potrebbe risultare molto, troppo, lungo ad attivarsi. Era solamente una metafora. Veniamo alle buone notizie: difficilmente un'automobile lascia la catena di montaggio senza un ottimo apparato frenante. Al contrario, per anni il mondo del risparmio gestito ha monitorato in maniera sofisticata il rischio di mercato - il nostro sistema anticollisione, per intenderci - tralasciando in

tutto o in parte il rischio di liquidità. Indice degli argomenti Liquidity risk, cos'è Per liquidity risk si intende il rischio di non riuscire a liquidare con tempistiche e costi accettabili gli attivi di portafoglio e/o l'incapacità di far fronte alle passività, come ad esempio richieste di rimborso da parte dei sottoscrittori di un fondo comune d'investimento. Di qui l'analogia con il sistema frenante di un veicolo: riconosciuto un pericolo, è possibile uscire da tale situazione? Il regolatore, ESMA, è intervenuto recentemente per spingere gli asset manager a irrobustire i sistemi di monitoraggio del rischio di liquidità, anche alla luce di quanto il suo effetto sia stato dirompente nel corso della Global Financial Crisis del 2008. La European Securities and Market Authority (ESMA) ha pubblicato nel settembre 2019 un report denominato "Guidelines on liquidity stress testing in UCITS and AIFs" richiedendo a tutte le società di gestione del risparmio di adeguarsi entro un anno. Il periodo Covid-19 è stato un ulteriore banco di prova per i gestori perché il ri-tracciamento dei principali mercati finanziari

a marzo 2020 è stato accompagnato dagli effetti perversi del rischio di liquidità: riduzione dei volumi, allargamento dei bid-ask spread, incremento delle richieste di rimborso da parte dei sottoscrittori dei fondi, sbilanciamento tra richiami di capitale e distribuzioni in ambito di private market. La tenuta del sistema è stata nettamente migliore rispetto al 2008. ESMA e Banca d'Italia ne hanno approfittato per ribadire la richiesta di completamento del processo di irrobustimento di procedure e governance di liquidity risk management. Veniamo ora ad una definizione da libro. L'espressione rischio di liquidità ricomprende almeno due casistiche: Market Liquidity Risk, ovvero l'incapacità di chiudere tempestivamente e a costi accettabili le posizioni di portafoglio; Funding Liquidity Risk, ovvero l'impossibilità di far fronte a passività nei termini contrattuali previsti. Tra le altre, le richieste di rimborso dei propri sottoscrittori, oppure la chiamata di margini da parte di una controparte, oppure ancora le capital call di gestori di private equity e venture capital. Rischio di

liquidità e rischio di mercato. Il rischio di liquidità è intimamente connesso al rischio di mercato, tanto che in condizioni di stress sui mercati finanziari il secondo può amplificare notevolmente gli impatti del primo. Il circolo vizioso - diventa tempesta perfetta in casi estremi come la Global Financial Crisis del 2008 o il periodo Covid a marzo 2020 - parte nel momento in cui alcuni investitori raggiungono livelli critici (stop loss) e sono forzati ad andare sul mercato per liquidare le posizioni. Questo fa crescere l'offerta di titoli, in un momento in cui la domanda con grande probabilità è in contrazione. Semplificando molto, la prima diretta conseguenza è l'allargamento dei bid-ask spread e la contrazione dei volumi. Al protrarsi della correzione altri investitori si uniscono alla coda dei venditori forzati di titoli - vari i motivi, dalla perdita di convincimento sulle posizioni in essere ad esigenze finanziarie e a pressioni emotive - esacerbando ulteriormente il movimento di mercato. In sostanza, è come osservare una valanga che cresce di volume man mano che scende lungo il pendio. Come si interrompe il circolo vizioso derivante dalla combinazione di market e liquidity risk? La

finanza comportamentale insegna che spesso i movimenti di mercato subiscono degli overshooting. È la regola del pendolo descritta magistralmente da Howard Marks e molti altri prima di lui. Quando i prezzi di mercato si contraggono più del livello razionale di equilibrio, alcuni compratori meno avversi al rischio iniziano a portarsi dal lato della domanda. Torna così un bilanciamento in termini di liquidità e i prezzi tipicamente si riportano verso livelli più congrui. rischio liquidità I vertici di ESMA Anche il Funding liquidity risk gioca un ruolo fondamentale. Nel corso di una crisi di mercato aumenta fisiologicamente la richiesta di rimborsi dai sottoscrittori di fondi comuni, per gli stessi motivi citati in precedenza (stop loss, meno convincimento, esigenze finanziarie, pressioni emotive). Tanto maggiori sono tali flussi in uscita e tanto più il gestore del fondo dovrà liquidare posizioni, accodandosi a sua volta ai venditori di asset sul mercato. Non a caso nel 2008 molti fondi speculativi hanno dovuto ricorrere a gate o alla creazione di side pocket, limitando pertanto la libertà degli investitori di liquidare le proprie posizioni. In scala minore tale fenomeno si è verificato anche nel recente

periodo Covid-19. Non è un caso, pertanto, che ESMA richieda un miglioramento dello standard, della robustezza e della frequenza delle attività di stress test sul rischio di liquidità. Ogni gestore deve avere una completa comprensione dei rischi di liquidità dei propri fondi comuni nelle due dimensioni descritte, ovvero dal lato degli asset in portafoglio e delle possibili passività. Il bid-ask spread Per prassi, molte case di gestione si sono affidate alla misura di bid-ask spread per monitorare il liquidity risk dei propri portafogli, ingolosite da facilità di calcolo e chiara interpretabilità. La misura di bid-ask spread, infatti, può essere pensata come il costo che viene sostenuto dal gestore per liquidare una o più posizioni di portafoglio. Un altro vantaggio è rappresentato dalla possibilità di svolgere stress testing calibrando le metriche su periodi di crisi del passato (ad esempio, la Global Financial Crisis del 2008). Il grave problema di tale metodologia consiste nell'indipendenza del bid-ask spread dalla quantità detenuta del titolo da vendere e dai volumi presenti sul mercato. Il bid-ask spread è un valore totalmente teorico se considerato a sé stante. Cosa succede nel caso di

emissioni obbligazionarie corporate molto piccole? O di azioni di small cap con un basso livello di flottante? Anche qualora registrassero un bid-ask spread contenuto, la vendita totale della propria posizione sul mercato sarebbe impossibile a quel prezzo (ovvero senza muovere il mercato). ESMA ha pertanto richiesto di utilizzare una misura diversa, denominata time-to-liquidate. Questa metrica consente di misurare il numero di giorni necessari per smobilizzare la propria posizione sul mercato senza inferire un impatto sul prezzo del titolo. Ad esempio, si può ipotizzare di riuscire a vendere ogni giorno una quantità pari a circa un terzo dei volumi medi giornalieri del titolo. La misura del time-to-liquidate mantiene parte dei vantaggi del bid-ask spread perché è facilmente interpretabile, misurabile ed aggregabile a livello di portafoglio. L'attività di data management è più complessa perché mentre per alcuni titoli è possibile utilizzare i volumi (es. azionario), per altri si usa l'open interest (es. derivati) o modelli più articolati (es. obbligazionario). La valutazione delle passività La valutazione delle passività è la parte del puzzle più complicata. Alcuni investitori sono per

natura più evoluti sul tema, come le compagnie di assicurazione e i fondi pensione. In ambito di asset management puro, invece, poco è stato fatto per molto tempo. La soluzione più semplice è un modello di simulazione in stile value-at-risk, calibrato con i flussi di sottoscrizione e rimborso del fondo nel passato. Vi sono numerosi problemi associati a questo approccio: cosa succede se il portafoglio non ha una serie storica abbastanza lunga? Quanto influisce sulle simulazioni la concentrazione dei sottoscrittori? O la loro natura (retail, istituzionali)? O l'asset class di appartenenza del fondo comune? Come sempre, l'attività di risk management consiste nel porsi molte più domande rispetto alle risposte già a disposizione. ESMA stessa dichiara che non è sufficiente basarsi sulla storia di sottoscrizioni e rimborsi per la calibrazione dell'algoritmo ma che sia necessario modellizzare il comportamento dell'investitore. Al risk manager è quindi richiesto di combinare nel modello vari input, tra cui la serie storica delle passività del fondo, la misura di concentrazione degli investitori e la caratterizzazione del comportamento delle

categorie di investitori in fase di disinvestimento. Ad esempio, è ipotizzabile che un sottoscrittore retail possa essere più reattivo a disinvestire rispetto ad un fondo pensione che ha un orizzonte di investimento di lungo periodo. Secondo ESMA il risk management deve monitorare nel tempo che il fondo comune d'investimento mantenga un profilo di liquidità sufficiente in condizioni normali e, soprattutto, in situazioni di crisi. Il processo di stima deve essere indipendente per le attività e le passività, incrociando poi le informazioni al termine della procedura. Allo scenario base devono essere applicati degli shock credibili per replicare condizioni di stress. Al termine del processo di simulazione il risk management avrà in una mano la mappatura del time-to-liquidate del portafoglio in condizioni di stress (es. 25% a un giorno, 45% a una settimana, 90% a un mese, 100% in un trimestre) e nell'altra la simulazione delle possibili richieste di rimborso - o altre passività - scadenziate nel tempo (es. 0% a un giorno, 60% a una settimana, 75% a un mese). Cosa dovrebbe fare il risk management Nell'esempio proposto un buon risk management

dovrebbe convocare urgentemente un comitato investimenti per una approfondita discussione sul bilanciamento del portafoglio. In una situazione di stress, infatti, questo fondo ipotetico potrebbe ricevere una richiesta di rimborso pari al 60% delle quote emesse ma allo stesso modo non riuscirebbe a liquidare più del 45% degli strumenti sottostanti. Questo ragionamento ci porta a un altro dei pilastri del report di ESMA, ovvero l'importanza della formalizzazione dei processi di risk management in ambito di rischio di liquidità ma, soprattutto, della predisposizione di una procedura di escalation che consenta di agire tempestivamente sul portafoglio qualora le condizioni di liquidità peggiorino. Il risk management deve dotarsi di tutti gli strumenti necessari al monitoraggio del liquidity risk, da svolgere tanto più frequentemente possibile. Deve altresì essere il volano per discussioni sul tema del liquidity risk in molte fasi della vita aziendali. Un primo esempio riguarda il peggioramento del grado di liquidità di portafoglio, per effetto delle condizioni di mercato. Il risk management deve essere proattivo e portare

rapidamente all'attenzione del comitato investimenti la tematica, sottolineandone i driver principali e le possibili soluzioni. Altro esempio, in fase di lancio di un nuovo veicolo è opportuno confrontare il time-to-liquidate del portafoglio target con la frequenza di rimborso che sarà resa disponibile all'investitore. Ultimo esempio, in fase di acquisto di un nuovo strumento finanziario da parte di un gestore, il risk management deve verificare le condizioni di time-to-liquidate della singola posizione e l'impatto che questa avrà sul profilo di liquidità del portafoglio complessivo. La valutazione del rischio di liquidità Anche considerando i soli investimenti tradizionali, il liquidity risk management può sembrare un'attività piuttosto sfidante sia dal lato di modellistica che di governance e processi. Eventuali investimenti in private markets - leggi, private equity, venture capital, real estate, infrastructure, alternative credit - aggiungono un ulteriore livello di complessità al quadro. Un investimento in un fondo di private markets, infatti, avviene mediante un commitment (o impegno) iniziale che viene richiamato nel tempo dal gestore sottostante - le cosiddette capital call - man mano che

vengono individuate delle opportunità di investimento coerenti con la strategia. Tipicamente questi fondi hanno una scadenza prefissata - spesso nell'ordine di 10-12 anni - e negli ultimi 5-6 anni iniziano a disinvestire il portafoglio, distribuendo agli investitori finali i proventi. Ciò premesso, la valutazione del rischio di liquidità sui private markets segue un doppio binario. Viene da sé che il capitale richiamato e messo all'opera possa essere trattato con la misura di time-to-liquidate. Di solito si associa al NAV dei private equity il massimo grado di illiquidità definito da ESMA - oltre un anno - perché il mercato secondario dei private markets è estremamente rarefatto ed illiquido, con bid-ask spread ampi come una prateria. Il trattamento del cosiddetto undrawn commitment - ovvero il capitale ancora da richiamare - segue una logica più affine a quella descritta per il Funding liquidity risk. Si tratta a tutti gli effetti di passività future del fondo di cui non è nota la tempistica: l'approccio suggerito, pertanto, consiste nella calibrazione di un modello di simulazione utilizzando le serie storiche di capital call e distribuzioni del passato e una modellizzazione delle caratteristiche di richiamo

delle diverse strategie di private markets. In questo caso il compito del risk management è ancora più arduo e cruciale perché ha una doppia valenza. Dalle simulazioni dei flussi di cassa futuri dipende la costruzione di portafoglio: quanti commitment di private equity sono sostenibili ogni anno, ovvero consentono di mantenere un bilanciamento tra capital call, distribuzioni e liquidità in ogni trimestre del futuro? Poi viene il monitoraggio del liquidity risk come richiesto da ESMA. Data la duplice valenza dell'analisi, è ancora più importante svolgere stress testing sui cash flows di private markets. La crisi Covid-19 è stata un ottimo banco di prova per molte Società di Gestione del Risparmio, tanto che i flussi di capital call e distributions di questo periodo saranno usati per calibrare l'attività di stress testing. Mentre le prime hanno subito un'impennata notevole - i gestori di private markets hanno intensificato l'attività di selezione di opportunità a sconto - il rubinetto delle distribuzioni si è transitoriamente seccato. Questo dipende dall'orizzonte d'investimento dei gestori di private markets, che tipicamente è sufficientemente lungo per

proteggerli dalla caduta nel mulinello dei venditori forzati. Conclusioni In conclusione, ritengo che il regolatore abbia fatto bene il suo lavoro, ovvero individuare una problematica sistemica e richiedere con forza alle società di gestione del risparmio di porvi rimedio rafforzando il presidio del liquidity risk. Dal canto loro, i dipartimenti di risk management hanno studiato un problema che si è rivelato più complesso del previsto e creato una struttura di modelli, governance e processi. Il risultato finale è che l'industria del risparmio gestito ha fatto un significativo passo in avanti in ambito di monitoraggio e gestione del rischio di liquidità, garantendo maggior tutela ai risparmiatori e mitigando il rischio sistemico.