

I

(Risoluzioni, raccomandazioni e pareri)

RACCOMANDAZIONI

COMITATO EUROPEO PER IL RISCHIO SISTEMICO

RACCOMANDAZIONE DEL COMITATO EUROPEO PER IL RISCHIO SISTEMICO

del 20 dicembre 2012

relativa ai fondi comuni monetari

(CERS/2012/1)

(2013/C 146/01)

IL CONSIGLIO GENERALE DEL COMITATO EUROPEO PER IL RISCHIO SISTEMICO,

visto il regolamento (UE) n. 1092/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nell'Unione europea e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico ⁽¹⁾, e in particolare l'articolo 3, paragrafo 2, lettere b), d) e f), nonché gli articoli da 16 a 18,

vista la decisione CERS/2011/1 del Comitato europeo per il rischio sistemico, del 20 gennaio 2011, che adotta il regolamento interno del Comitato europeo per il rischio sistemico ⁽²⁾, e in particolare l'articolo 15, paragrafo 3, lettera e), nonché gli articoli da 18 a 20,

Considerando quanto segue:

- (1) I fondi comuni monetari (FCM) sono sottoposti alle norme che disciplinano i mercati dei valori mobiliari. Essi rappresentano tuttavia una componente fondamentale del settore bancario ombra, in particolare poiché svolgono funzioni di trasformazione delle scadenze e della liquidità, e possono costituire pertanto una fonte di rischio sistemico.
- (2) Gli FCM, e in particolare i fondi con valore patrimoniale netto costante che sono orientati a mantenere il valore nominale invariato, possono essere percepiti dagli investitori come un'alternativa sicura ai depositi bancari. Essi non hanno tuttavia accesso diretto alla rete di sicurezza pubblica, sotto forma ad esempio di finanziamento da parte della banca centrale e assicurazione sui depositi. Esiste pertanto il rischio di confonderli con i depositi bancari, che invece dispongono di tale rete di sicurezza.
- (3) Di norma gli FCM non beneficiano di disposizioni esplicite e irrevocabili di sostegno da parte delle società pro-

motrici, spesso banche, anche se vi sono stati casi in cui tali società hanno sostenuto attivamente dei fondi in difficoltà su base discrezionale.

- (4) Gli studi economici offrono riscontri di come il comportamento e la natura degli FCM rendano questi ultimi vulnerabili di fronte a episodi destabilizzanti di corsa ai rimborsi, che possono estendersi rapidamente ad altri fondi e pregiudicare la liquidità e la disponibilità di credito a breve termine, in particolare per le banche. Il rischio di fuga degli investitori può essere più elevato per i fondi con valore patrimoniale netto costante ove esista la percezione che essi non risultino all'altezza delle aspettative di rimborso alla pari.
- (5) Gli FCM non hanno provocato la crisi finanziaria del 2007-2008, ma con la loro attività durante le turbolenze finanziarie si sono rivelati potenzialmente in grado di propagare — se non addirittura amplificare — una crisi. L'esperienza del 2007-2008 ha dimostrato come gli FCM possano essere esposti a episodi di fuga degli investitori e possano necessitare del sostegno delle società promotrici, in particolare per mantenere costante il loro valore patrimoniale netto.
- (6) I potenziali rischi sistemici derivanti dagli FCM sono pertanto connessi al cosiddetto «vantaggio della prima mossa», specificamente rilevante per gli investitori in fondi con valore patrimoniale netto costante, alla natura implicita e discrezionale del sostegno della società promotrice e al livello elevato di interconnessione tra gli FCM e il resto del sistema finanziario, in particolare con banche e mercati monetari.
- (7) Dopo aver valutato le cause della crisi finanziaria recente, diverse autorità di regolamentazione nazionali e

⁽¹⁾ GU L 331 del 15.12.2010, pag. 1.

⁽²⁾ GU C 58 del 24.2.2011, pag. 4.

organizzazioni internazionali hanno segnalato la necessità di attuare riforme strutturali nel settore degli FCM. Il 27 ottobre 2011 il Consiglio per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Board*, FSB) ha pubblicato una serie di raccomandazioni iniziali volte a rafforzare la vigilanza e la regolamentazione del sistema bancario ombra. In particolare, l'FSB ha individuato come questioni fondamentali da affrontare il passaggio obbligatorio al valore patrimoniale netto variabile, l'introduzione di requisiti patrimoniali e di liquidità per i fondi con valore patrimoniale netto costante e l'adozione di altri approcci regolamentari possibili.

- (8) Dando seguito a una richiesta dell'FSB, il 9 ottobre 2012 l'Organizzazione internazionale delle commissioni di controllo sui valori mobiliari (*International Organization of Securities Commissions*, IOSCO) ha reso note le sue raccomandazioni sul piano delle politiche intese a ridurre la vulnerabilità degli FCM di fronte a episodi di fuga degli investitori. Anche se una parte sostanziale di queste raccomandazioni riguarda aspetti già affrontati a livello di Unione europea, permangono alcune lacune.
- (9) Negli Stati Uniti, le autorità di regolamentazione hanno lavorato a una revisione del quadro di riferimento per gli FCM. In particolare, la Securities and Exchange Commission (SEC) ha emendato la sua norma 2a-7. Inoltre, il 13 novembre 2012 il Financial Stability Oversight Council ha diffuso a fini di consultazione delle proposte di raccomandazione per una riforma dei fondi comuni di mercato (*Proposed Recommendations Regarding Money Market Mutual Fund Reform*).
- (10) A maggio 2010 il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators*, CESR) ha pubblicato delle linee guida per una definizione comune degli FCM in Europa e per l'adozione di nuovi principi comuni volti a fronteggiare i problemi individuati durante la crisi finanziaria. Esse impongono in particolare rigidi requisiti in materia di qualità e scadenza del portafoglio, gestione del rischio e informativa. Di natura non vincolante, si applicano sia agli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) sia agli organismi diversi dagli OICVM e sono state attuate dagli Stati membri a livello nazionale.
- (11) La Commissione europea ha manifestato l'intenzione di adottare misure legislative a livello di Unione in materia di OICVM, studiando in particolare la necessità di norme più dettagliate e armonizzate a disciplina degli FCM ⁽¹⁾.
- (12) In linea con il Regolamento (UE) n. 1092/2010, il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) può rivolgere alla Commissione delle raccomandazioni riguardanti anche le pertinenti norme dell'Unione. Tali raccomandazioni sono intese a fornire orientamenti in questo senso alla Commissione e all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (*European Securities and Markets Authority*, ESMA) nel suo ruolo consultivo e normativo.
- (13) Benché tutti i fondi con disallineamenti di scadenze o di liquidità siano esposti a episodi di corsa ai rimborsi, quelli con valore patrimoniale netto costante presentano caratteristiche tali da segnalare la possibilità di ricerca del «vantaggio della prima mossa» da parte degli investitori in periodi di tensione nei mercati. Il passaggio al valore patrimoniale netto variabile potrebbe diminuire l'incentivo dei partecipanti a disinvestire da un fondo nei casi in cui quest'ultimo subisce perdite modeste e accrescere ulteriormente la trasparenza sui prezzi. Potrebbe altresì contribuire a fronteggiare i rischi sistemici associati alle interconnessioni esistenti tra gli FCM e le rispettive società promotrici, riducendo la necessità e l'importanza del sostegno di tali società.
- (14) Il ricorso degli FCM alla valutazione al valore equo (*fair value*) come metodo generale e alla valutazione al costo ammortizzato solo in una serie limitata di circostanze offrirà agli investitori trasparenza sui prezzi, una migliore comprensione dei rischi intrinseci di questi fondi e una maggiore chiarezza quanto alle differenze rispetto ai depositi bancari.
- (15) Le attività liquide aiutano gli FCM a effettuare i rimborsi richiesti dai partecipanti ed evitare vendite forzate in perdita, oltre a scongiurare gli effetti di contagio per altri fondi che detengono titoli analoghi. Di conseguenza, l'introduzione di un requisito minimo esplicito per la liquidità su base giornaliera e settimanale permetterà agli FCM di soddisfare richieste di rimborso potenzialmente elevate da parte degli investitori e fronteggiare i periodi di volatilità nel mercato. Strumenti efficaci di gestione dei vincoli di liquidità, quali la sospensione temporanea dei rimborsi, aiuteranno gli FCM a far fronte ai periodi di tensione.
- (16) Una maggiore informativa al pubblico da parte degli FCM in merito a caratteristiche importanti quali l'assenza di una garanzia di capitale, il sostegno delle società promotrici e le prassi di valutazione permetterà agli investitori di acquisire una chiara consapevolezza dei rischi esistenti.
- (17) Segnalazioni più dettagliate da parte degli FCM permetteranno alle autorità di vigilanza di meglio comprendere gli andamenti del settore e individuare le fonti di rischio. Occorrerebbe pertanto migliorare ulteriormente le segnalazioni periodiche degli FCM con particolare riferimento alla composizione delle attività e delle passività, al ricorso al metodo del costo ammortizzato e al sostegno della società promotrice. Le autorità nazionali di vigilanza competenti dovrebbero condividere le informazioni pertinenti con le altre autorità nazionali ed europee competenti.
- (18) In conformità del considerando 29 del Regolamento (UE) n. 1092/2010, nella predisposizione della presente raccomandazione è stato tenuto conto delle osservazioni formulate dai soggetti interessati del settore privato.
- (19) La presente raccomandazione fa salvi i mandati in materia di politica monetaria delle banche centrali dell'Unione.

⁽¹⁾ *Consultation on Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments*, 26 luglio 2012.

(20) Le raccomandazioni del CERS sono pubblicate dopo che il Consiglio dell'Unione europea sia stato informato dell'intenzione del Consiglio generale di procedere in tale senso e sia data al Consiglio l'opportunità di rispondere,

HA ADOTTATO LA PRESENTE RACCOMANDAZIONE:

SEZIONE 1

RACCOMANDAZIONI

Raccomandazione A — Passaggio obbligatorio al valore patrimoniale netto variabile

Si raccomanda alla Commissione di assicurare che la normativa pertinente dell'Unione:

1. prescriva ai fondi comuni monetari (FCM) l'adozione di un valore patrimoniale netto variabile;
2. richieda agli FCM di ricorrere in generale alla valutazione al *fair value* e di limitare l'utilizzo della valutazione al costo ammortizzato a una serie ristretta di circostanze predefinite.

Raccomandazione B — Requisiti di liquidità

Si raccomanda alla Commissione di assicurare che la normativa pertinente dell'Unione:

1. integri i requisiti di liquidità esistenti per gli FCM imponendo livelli minimi espliciti su base giornaliera e settimanale per gli attivi liquidi che gli FCM devono detenere;
2. accresca la responsabilità dei gestori dei fondi nel monitoraggio del rischio di liquidità;
3. garantisca che le autorità nazionali di vigilanza e i gestori dei fondi dispongano di strumenti efficaci, quali ad esempio la sospensione temporanea dei rimborsi, per fronteggiare i vincoli di liquidità in periodi di tensione derivante da andamenti sia specifici del fondo sia del mercato.

Raccomandazione C — Informativa al pubblico

Si raccomanda alla Commissione di assicurare che la normativa pertinente dell'Unione:

1. richieda agli FCM di fornire, anche nella documentazione commerciale, informazioni specifiche che richiamino l'attenzione degli investitori sull'assenza di una garanzia di capitale e sulla possibilità di perdite in conto capitale;
2. richieda agli FCM di includere nell'informativa al pubblico riferimenti alla possibilità di sostegno, capacità di sostegno o protezione da parte della società promotrice solo se tale sostegno o protezione è oggetto di un impegno irrevocabile assunto dalla società in questione, nel qual caso ciò dovrà essere riconosciuto nei conti della società e nei requisiti prudenziali ad essa applicabili;

3. richieda agli FCM di comunicare le prassi seguite in materia di valutazione, in particolare per quanto concerne il ricorso al costo ammortizzato, e di fornire agli investitori informazioni appropriate circa le procedure di rimborso applicabili in periodi di tensione.

Raccomandazione D — Segnalazione e condivisione delle informazioni

1. Si raccomanda alla Commissione di assicurare che la normativa pertinente dell'Unione:
 - a) richieda agli FCM o ai loro gestori, oltre che alle società promotrici, di segnalare all'autorità nazionale di vigilanza competente tutti i casi di sostegno della società promotrice che potrebbero influire sul prezzo del fondo, fornendo nel contempo una descrizione completa della natura e dell'entità del sostegno in questione;
 - b) migliori la segnalazione periodica degli FCM;
 - c) garantisca che le autorità nazionali di vigilanza competenti, ove pertinente, condividano le informazioni di cui alle lettere a) e b) con le altre autorità nazionali di vigilanza dello stesso Stato membro o di altri Stati membri, le autorità europee di vigilanza, il Sistema europeo di banche centrali e il CERS.
2. Si raccomanda alla Commissione di promuovere l'elaborazione di procedure di segnalazione armonizzate e di una serie di dati armonizzata come indicato nel paragrafo 1, lettera b), oltre che l'organizzazione dello scambio di informazioni di cui al paragrafo 1, lettera c).

SEZIONE 2

ATTUAZIONE

1. Interpretazione

1. Ai sensi della presente raccomandazione si intende per:
 - a) «ente creditizio», un ente creditizio come definito dall'articolo 4, paragrafo 1, della direttiva 2006/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2006, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi e al suo esercizio ⁽¹⁾;
 - b) «autorità nazionale di vigilanza», un'autorità competente o di vigilanza come definita nell'articolo 1, paragrafo 3, lettera f), del regolamento (UE) n. 1092/2010;
 - c) «fondi comuni monetari», organismi di investimento collettivo oggetto di regolamentazione e vigilanza a livello dell'Unione che hanno come obiettivo principale il mantenimento del capitale del fondo e offrono un rendimento in linea con i tassi del mercato monetario investendo in strumenti del mercato monetario o depositi presso enti creditizi;

⁽¹⁾ GU L 177 del 30.6.2006, pag. 1.

- d) «fondo con valore patrimoniale netto variabile», un fondo comune monetario che non persegue il mantenimento di un valore nominale invariato e il cui valore patrimoniale netto è pertanto soggetto a oscillazioni. Le sue attività sono di norma valutate con il metodo del *fair value*;
- e) «fondo con valore patrimoniale netto costante», un fondo comune monetario volto a mantenere un valore nominale invariato. Le sue attività sono generalmente valutate con il metodo del costo ammortizzato;
- f) «valutazione al costo ammortizzato», un metodo contabile che considera il costo di acquisizione del titolo e ne corregge il valore per tener conto dell'ammortamento dei premi o degli sconti fino a scadenza.
2. L'allegato forma parte integrante della presente raccomandazione. In caso di conflitto tra il dispositivo e l'allegato, il dispositivo prevale.

2. Criteri di attuazione

1. Ai fini dell'attuazione della presente raccomandazione si applicano i seguenti criteri:
- a) la presente raccomandazione riguarda tutti gli FCM così come definiti;
- b) dovrebbe essere evitato l'arbitraggio normativo;
- c) si presterà la debita attenzione al principio di proporzionalità, tenendo conto degli obiettivi e dei contenuti di ciascuna raccomandazione;
- d) specifici criteri di attuazione della presente raccomandazione sono contenuti nell'allegato.
2. Si richiede alla Commissione di comunicare al CERS e al Consiglio le azioni intraprese in risposta alla presente raccomandazione o di motivare adeguatamente l'inerzia. Le relazioni dovrebbero quanto meno includere:
- a) informazioni sulla sostanza e sulla tempistica delle azioni intraprese, anche nei confronti delle autorità europee di vigilanza;
- b) una valutazione sul funzionamento delle azioni intraprese sotto il profilo degli obiettivi della presente raccomandazione;

- c) motivazioni dettagliate in caso di inerzia o di scostamento dalla presente raccomandazione, compreso qualsiasi ritardo.

3. Tempistica per il seguito da dare alla raccomandazione

1. Si richiede alla Commissione di comunicare al CERS e al Consiglio le azioni intraprese in risposta alle presenti raccomandazioni o di motivare adeguatamente l'inerzia secondo la tempistica indicata di seguito:
- a) entro il 30 giugno 2013, la Commissione trasmette al CERS una relazione provvisoria contenente una valutazione preliminare dell'attuazione delle presenti raccomandazioni;
- b) entro il 30 giugno 2014, la Commissione trasmette al CERS e al Consiglio una relazione finale sull'attuazione delle presenti raccomandazioni.
2. Il Consiglio generale può prorogare i termini di cui al paragrafo 1 laddove risultino necessarie iniziative legislative per assicurare la conformità a una o più raccomandazioni.

4. Monitoraggio e valutazione

1. Il Segretariato del CERS:
- a) assiste la Commissione anche fornendo i pertinenti modelli e precisando, ove necessario, le modalità e la tempistica con cui dare seguito alla raccomandazione;
- b) verifica il seguito dato alla raccomandazione da parte della Commissione, anche assistendola su richiesta, e riferisce in proposito al Consiglio generale per il tramite del Comitato direttivo.
2. Il Consiglio generale valuta le azioni e le motivazioni comunicate dalla Commissione e, ove opportuno, decide se la presente raccomandazione non sia stata rispettata e se il destinatario non abbia adeguatamente motivato la propria inerzia.

Fatto a Francoforte sul Meno, il 20 dicembre 2012

Il presidente del CERS
Mario DRAGHI

ALLEGATO ALLA RACCOMANDAZIONE DEL CERS SUI FONDI COMUNI MONETARI

INDICE

	Pagina
SIGLARIO	6
SINTESI	7
INTRODUZIONE	8
I. INIZIATIVE RECENTI IN AMBITO NORMATIVO	8
I.1 Iniziative internazionali	8
I.2 Iniziative europee	9
II. GLI FCM E LA STABILITÀ FINANZIARIA	10
II.1 Il vantaggio della prima mossa	10
II.2 Il sostegno della società promotrice	11
II.3 Il contesto economico attuale	12
III. LA STRUTTURA DEL SETTORE EUROPEO DEGLI FCM	12
III.1 Portata dell'indagine ad hoc del CERS	12
III.2 Panoramica delle attività degli FCM	14
III.3 Descrizione degli investitori in FCM	19
III.4 Concentrazione del settore	21
III.5 Scostamento dei fondi CNAV dalla parità	22
IV. RACCOMANDAZIONI DEL CERS	23
IV.1 Ambito di applicazione delle raccomandazioni	23
IV.2 Raccomandazione A — Passaggio obbligatorio al valore patrimoniale netto variabile	23
IV.2.1 Considerazioni economiche	23
IV.2.2 Valutazione	26
IV.3 Raccomandazione B — Requisiti di liquidità	30
IV.3.1 Considerazioni economiche	30
IV.3.2 Valutazione	33
IV.4 Raccomandazione C — Informativa al pubblico	34
IV.4.1 Considerazioni economiche	34
IV.4.2 Valutazione	34
IV.5 Raccomandazione D — Segnalazione e condivisione delle informazioni	35
IV.5.1 Considerazioni economiche	35
IV.5.2 Valutazione	35
IV.6 Seguito da dare alle raccomandazioni	36
IV.6.1 Tempistica	36
IV.6.2 Criteri di conformità	36
IV.6.3 Comunicazione sul seguito dato alle raccomandazioni	37
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI	39

SIGLARIO

- ABS:** asset-backed securities
- AE:** area dell'euro
- AEV:** Autorità europea di vigilanza
- AIF:** altri istituti finanziari
- AuM:** patrimonio gestito (assets under management)
- BCE:** Banca centrale europea
- CERS:** Comitato europeo per il rischio sistemico
- CESR:** Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (Committee of European Securities Regulators)
- CNAV:** valore patrimoniale netto costante (constant net asset value)
- ESMA:** Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority)
- EUR:** euro
- FCM:** fondo comune monetario
- FCM-BT:** fondo comune monetario a breve termine
- FF:** famiglie
- FIA:** fondo di investimento alternativo
- FSB:** Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board)
- FSOC:** Financial Stability Oversight Council
- GBP:** sterlina britannica
- GEFIA:** gestore di fondi di investimento alternativi
- IFM:** istituzione finanziaria monetaria
- IMMFA:** Institutional Money Market Funds Association
- IOSCO:** Organizzazione internazionale delle commissioni di controllo sui valori mobiliari (International Organization of Securities Commissions)
- NAV:** valore patrimoniale netto (net asset value)
- OIC:** organismo di investimento collettivo
- OICVM:** organismi di investimento collettivo in valori mobiliari
- PA:** amministrazioni pubbliche
- PcT:** operazioni pronti contro termine
- RdM:** resto del mondo
- SAFP:** società di assicurazione e fondi pensione
- SEBC:** Sistema europeo di banche centrali
- SEC:** Securities and Exchange Commission
- SNF:** società non finanziaria
- UE:** Unione europea
- USD:** dollaro statunitense
- VNAV:** valore patrimoniale netto variabile (variable net asset value)
- WAL:** vita media ponderata (weighted average life)
- WAM:** scadenza media ponderata (weighted average maturity)

SINTESI

Il presente allegato fornisce materiale di sostegno alle raccomandazioni del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) intese a supportare e valutare l'attuazione in Europa delle riforme del settore bancario ombra del Consiglio per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Board*, FSB) per quanto attiene ai fondi comuni monetari (FCM), che sono una componente fondamentale di tale settore. Analogamente alle banche, gli FCM svolgono funzioni di trasformazione delle scadenze e della liquidità e possono essere considerati dagli investitori un'alternativa sicura ai depositi (specialmente nel caso degli FCM che hanno adottato il metodo del valore patrimoniale netto costante e sono pertanto orientati a mantenere un valore nominale invariato). Essi sono tuttavia sottoposti alle norme che disciplinano il settore dei valori mobiliari, non a quelle riguardanti le banche, e possono in determinate circostanze risultare particolarmente vulnerabili di fronte a fughe di investitori aventi effetti destabilizzanti. Di conseguenza, possono costituire una fonte di rischio sistemico significativo. Un ulteriore rischio connesso agli FCM è rappresentato dal sostegno implicito e discrezionale della società promotrice, potenzialmente più probabile per i fondi con valore patrimoniale netto costante (*constant net asset value*, CNAV).

La gestione dei rischi connessi agli FCM è già stata oggetto di svariate iniziative sul piano della regolamentazione a livello sia internazionale sia europeo, quali le raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale delle commissioni di controllo sui valori immobiliari (*International Organization of Securities Commissions*, IOSCO) di ottobre 2012 e le linee guida comuni del Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators*, CESR) e dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (*European Securities and Markets Authority*, ESMA) di maggio 2010. Inoltre, per settembre 2013 sono attese le raccomandazioni finali dell'FSB in merito a tutti i filoni di lavoro concernenti il settore bancario ombra. Negli Stati Uniti, il quadro regolamentare degli FCM potrebbe evolversi ulteriormente dopo la pubblicazione delle proposte di raccomandazione del Financial Stability Oversight Council (FSOC) a novembre 2012. In Europa, la Commissione europea dovrebbe diffondere la sua proposta legislativa di riforma del quadro di riferimento per gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e gli FCM nel primo trimestre del 2013. Le raccomandazioni del CERS e il relativo allegato dovrebbero indirizzare il lavoro della Commissione in questo importante ambito.

Caratteristiche del settore europeo degli FCM

Per valutare il possibile impatto delle raccomandazioni del CERS, è stato disegnato un profilo dettagliato del settore europeo degli FCM attingendo tra l'altro a dati raccolti su base *ad hoc*. Gli FCM europei gestiscono attivi per circa 1 000 miliardi di EUR, il 95 % dei quali si concentra in tre paesi (Francia, Irlanda e Lussemburgo). In Francia gli investitori in tali fondi sono per la maggior parte residenti, mentre in Irlanda e Lussemburgo sono principalmente non residenti. In Europa gli FCM sono per lo più assoggettati alle norme che disciplinano gli OICVM. I loro cinque gestori più importanti costituiscono il 40 % dell'intero settore e quattro di essi sono collegati a banche.

Gli FCM svolgono un ruolo importante nei mercati monetari e si ritiene che detengano circa il 25 % dei titoli di debito a breve termine emessi nell'area dell'euro. Approssimativamente il 75 % della loro esposizione riguarda le istituzioni finanziarie monetarie (IFM), che in Irlanda sono soprattutto istituzioni non residenti nell'Unione europea (UE). Gran parte degli attivi dei fondi di diritto irlandese e lussemburghese è denominata in valuta, soprattutto dollari statunitensi e sterline britanniche.

Nell'insieme gli FCM europei servono in prevalenza una clientela istituzionale, anche se in alcuni paesi si rivolgono tipicamente a quella al dettaglio. Le IFM rappresentano esse stesse una percentuale considerevole della base di investitori (oltre il 30 %) e tendono a preferire i fondi CNAV. Una porzione considerevole degli investitori negli FCM europei, e soprattutto nei CNAV irlandesi, è costituita da non residenti nell'UE. Le interconnessioni tra gli FCM e il resto del sistema finanziario sono ulteriormente accresciute dal rapporto con le rispettive società promotrici, spesso banche.

I fondi CNAV gestiscono poco più del 40 % degli attivi del settore e sono domiciliati per due terzi in Irlanda e per il rimanente terzo nel Lussemburgo. Rispetto ai fondi con valore patrimoniale netto variabile (*variable net asset value*, VNAV), hanno di norma dimensioni molto superiori. Presentano inoltre un profilo di rischio maggiormente prudente, scadenze più brevi, livelli di liquidità superiori e una base più ampia di investitori non residenti nell'UE. A questo proposito occorre rilevare come le linee guida del CESR/ESMA del 2010 abbiano imposto agli FCM il rispetto di determinati principi in termini di attività idonee, qualità e scadenze. L'indagine conoscitiva condotta dal CERS mostra come circa il 27 % dei fondi CNAV interpellati abbia registrato delle differenze di oltre 10 punti base tra il valore nominale e quello di mercato dei propri attivi in un quinquennio recente, mentre nessuno ha segnalato casi di sostegno da parte della società promotrice.

Le raccomandazioni del CERS

Le raccomandazioni del CERS sono simili a quelle pubblicate dallo IOSCO a ottobre 2012. Nel quadro delle azioni intese a fronteggiare il rischio sistemico, lo IOSCO si è posto l'obiettivo fondamentale di ridurre l'esposizione degli FCM al rischio di fuga degli investitori. Le raccomandazioni del CERS — che si basano tra l'altro sui risultati di un esercizio dedicato di raccolta di statistiche — sono accompagnate da un'analisi quantitativa e qualitativa volta ad accertare se una modifica dei modelli operativi conseguente all'attuazione delle riforme possa comportare una forte contrazione degli FCM, specie in un momento in cui questi ultimi già risentono del basso livello dei tassi di interesse. Esse riguardano quattro ambiti specifici.

Passaggio obbligatorio al VNAV. Gli FCM dovrebbero essere obbligati a optare per un valore patrimoniale netto variabile, in modo da rafforzare le loro caratteristiche di investimento e indebolire quelle che li rendono simili ai depositi. Ciò ridurrebbe negli investitori l'incentivo alla fuga, accrescerebbe la trasparenza dei prezzi e diminuirebbe le interconnessioni nel sistema finanziario. Si chiede inoltre agli FCM di utilizzare in generale il metodo del valore equo (*fair value*) e di limitare il ricorso alla valutazione al costo ammortizzato a una serie di circostanze predefinite.

Requisiti di liquidità. I requisiti di liquidità attualmente imposti agli FCM dovrebbero essere rafforzati introducendo dei livelli minimi espliciti per gli attivi liquidi con scadenza giornaliera o settimanale che gli FCM devono detenere. Bisognerebbe accrescere la responsabilità dei gestori dei fondi nel monitoraggio del rischio di liquidità. Sarebbe infine necessario disporre di strumenti efficaci, quali ad esempio la sospensione temporanea dei rimborsi, per fronteggiare i vincoli di liquidità nei periodi di tensione derivante da andamenti sia specifici del fondo sia del mercato.

Informativa al pubblico. La documentazione commerciale degli FCM dovrebbe richiamare l'attenzione degli investitori sull'assenza di garanzie di rimborso del capitale e la possibilità di perdite in conto capitale. Informazioni al pubblico che inducano a presupporre la possibilità o la capacità di sostegno della società promotrice dovrebbero essere consentite solo se tale sostegno è oggetto di un impegno irrevocabile da parte della società in questione, nel qual caso ciò dovrà essere riconosciuto nei conti della società e nei requisiti prudenziali ad essa applicabili. Occorrerebbe infine includere una descrizione delle prassi di valutazione seguite — specie per quanto concerne il ricorso al costo ammortizzato — e un riferimento alla possibilità di sospendere le sottoscrizioni e i rimborsi, anche in periodi di tensione.

Segnalazione e condivisione delle informazioni. Tutti i casi di sostegno della società promotrice andrebbero segnalati alle autorità nazionali di vigilanza responsabili, che dovrebbero condividere queste informazioni con le altre autorità nazionali ed europee competenti. Le segnalazioni periodiche degli FCM dovrebbero essere ulteriormente migliorate e armonizzate. Ove pertinente, le autorità nazionali di vigilanza competenti dovrebbero a loro volta condividere le informazioni con le altre autorità preposte (nazionali, estere o europee).

INTRODUZIONE

Le raccomandazioni del CERS e l'analisi sottostante sono intese a valutare dal punto di vista della stabilità finanziaria le raccomandazioni dello IOSCO relative agli FCM pubblicate a ottobre 2012 in termini del loro possibile impatto sugli FCM nell'UE. Il presente allegato si concentra sui problemi attuativi più rilevanti per la stabilità finanziaria con lo scopo di fornire un sostegno e delle raccomandazioni ai responsabili delle politiche dell'Unione.

Le analisi sia quantitative sia qualitative presentate in questo allegato si basano su varie fonti di informazione, quali: studi accademici, precedenti iniziative del CERS rivolte agli FCM, statistiche della Banca centrale europea (BCE) e un'indagine ad hoc del CERS volta a raccogliere dati più dettagliati rispetto a quelli ricavabili dalle fonti di dominio pubblico. Il CERS ha inoltre organizzato una tavola rotonda con gli operatori del settore per conoscerne il parere.

La **sezione I** dell'allegato passa in rassegna le iniziative recenti in ambito normativo intraprese a livello internazionale ed europeo in materia di FCM e fornisce pertanto il contesto di *policy* più ampio per le raccomandazioni del CERS. La **sezione II** offre una breve panoramica delle fonti di rischio sistemico derivanti dagli FCM che le raccomandazioni intendono affrontare. La **sezione III** fornisce un sostegno analitico alle raccomandazioni esaminando la struttura di mercato del settore degli FCM in Europa e concentrandosi sugli elementi particolarmente rilevanti per il rischio sistemico. La **sezione IV** presenta le singole raccomandazioni del CERS individualmente e per ciascuna di esse espone le considerazioni economiche, una valutazione e i criteri di conformità.

I. INIZIATIVE RECENTI IN AMBITO NORMATIVO

I.1 Iniziative internazionali

Dopo aver valutato le cause della crisi finanziaria recente, diverse autorità nazionali di regolamentazione e organizzazioni internazionali hanno segnalato la necessità di attuare riforme strutturali per il settore degli FCM. Al vertice di Seoul di novembre 2010, i leader del G20 hanno chiesto all'FSB di elaborare delle raccomandazioni volte a rafforzare la vigilanza e la regolamentazione del sistema bancario ombra. Il 27 ottobre 2011 l'FSB ha pubblicato una serie di raccomandazioni iniziali, che sono state successivamente avallate dal G20 in occasione del vertice di Cannes. In particolare, l'FSB ha raccomandato un ulteriore miglioramento del quadro normativo per gli FCM. Esso ha individuato negli FCM di tipo CNAV, orientati a mantenere un valore nominale invariato, una fonte fondamentale di rischio potenziale da fronteggiare incoraggiando o imponendo il passaggio al VNAV, introducendo requisiti patrimoniali e di liquidità per i fondi CNAV e/o prospettando altri approcci possibili. L'FSB ha inoltre chiesto allo IOSCO di studiare le possibili riforme del quadro normativo in grado di ridurre l'esposizione degli FCM a fughe da parte degli investitori e ad altri rischi sistemici e di elaborare raccomandazioni sul piano delle politiche.

Dando seguito a tale richiesta, il 9 ottobre 2012 lo **IOSCO** ha reso note le sue raccomandazioni sul piano delle politiche per la riforma degli FCM (*Policy Recommendations for money market funds*). Ha inoltre rilevato in un comunicato stampa che tali raccomandazioni, pur non avendo ottenuto il sostegno della maggioranza dei commissari della Securities and Exchange Commission (SEC), non erano state oggetto di ulteriori obiezioni e che il Consiglio dello IOSCO aveva approvato il rapporto.

Il 18 novembre 2012 l'FSB ha pubblicato diversi documenti di consultazione, uno dei quali presentava una descrizione integrata delle raccomandazioni di *policy* sul sistema bancario ombra. In tale documento l'FSB afferma che le raccomandazioni dello IOSCO costituiscono un quadro di riferimento efficace per il rafforzamento della tenuta generale degli FCM di fronte ai rischi e avalla la raccomandazione di convertire, ove possibile, i fondi con valore patrimoniale netto (*net asset value*, NAV) costante in fondi a NAV variabile. L'FSB indica inoltre che le misure di salvaguardia da introdurre per rafforzare la tenuta dei fondi CNAV di fronte a episodi di fuga degli investitori nei casi in cui la suddetta conversione non è fattibile dovrebbero essere equivalenti sotto il profilo funzionale ai requisiti patrimoniali e di liquidità e agli altri requisiti prudenziali imposti alle banche per tutelarle da fenomeni di corsa al ritiro dei depositi.

L'FSB ha annunciato l'intenzione di predisporre le proprie raccomandazioni finali in materia di sistema bancario ombra, contenenti indicazioni dettagliate per ciascuno dei suoi cinque filoni di attività (uno dei quali è rappresentato dagli FCM), entro settembre 2013. Anche se il lavoro sugli FCM si è ormai in larga parte concluso, alcuni degli altri filoni — e in particolare quelli relativi alle interazioni tra banche e operatori del sistema bancario ombra, oltre che al prestito titoli e alle operazioni pronti contro termine — potrebbero altresì presentare delle implicazioni per la riforma degli FCM.

Negli **Stati Uniti** gli FCM sono stati oggetto di alcune riforme adottate nel 2010 e considerate all'epoca dalla SEC come un primo passo utile. A ottobre di tale anno il gruppo di lavoro del Presidente (President's Working Group) ha pubblicato un rapporto in cui definiva una serie di ulteriori opzioni sul piano delle politiche, non ritenendo le riforme del 2010 di per sé sufficienti a evitare fenomeni di corsa ai riscatti. La SEC ha di conseguenza partecipato all'elaborazione di ulteriori riforme strutturali, ma il 22 agosto 2012 ha annunciato per bocca del suo presidente Mary Schapiro che la maggioranza dei commissari non avrebbe sostenuto la proposta di riforma del settore degli FCM formulata dai suoi esperti.

In assenza di iniziative da parte della SEC, il 27 settembre 2012 il ministro del Tesoro statunitense Timothy Geithner ha pertanto chiesto all'FSOC di intervenire. Il 13 novembre dello stesso anno l'FSOC ha pubblicato a fini di consultazione le sue proposte di raccomandazione per la riforma degli FCM, comprendenti tre opzioni che non si escludono necessariamente a vicenda: 1) NAV variabile; 2) NAV stabile con riserva patrimoniale e «saldo minimo a rischio»; 3) NAV stabile con riserva patrimoniale e altre misure. Alla data di pubblicazione di questo documento, l'esito della consultazione pubblica è sconosciuto; non è in aggiunta chiaro se la SEC si conformerà alle raccomandazioni dell'FSOC, specialmente alla luce delle difficoltà da essa incontrate nei tentativi iniziali richiamati in precedenza.

I.2 Iniziative europee

A maggio 2010 il **CESR** (predecessore dell'ESMA) ha pubblicato delle linee guida per una definizione armonizzata degli FCM in Europa e per l'adozione di nuovi principi comuni volti a fronteggiare i problemi individuati durante la crisi finanziaria. Le linee guida prevedono due tipologie di FCM, rispettivamente denominate «fondi comuni monetari a breve termine» (FCM-BT) e «fondi comuni monetari» (FCM), e rigidi requisiti in materia di qualità e scadenza del portafoglio, gestione del rischio e informativa. Le linee guida del CESR/ESMA sono entrate in vigore a luglio 2011, con un periodo di transizione di sei mesi per i fondi esistenti, e si applicano sia agli OICVM sia agli organismi diversi dagli OICVM.

Le linee guida riprendono già la maggioranza delle raccomandazioni dello IOSCO. A titolo di esempio, in linea con i contenuti delle raccomandazioni da 1 a 3 dello IOSCO, prevedono: una definizione esplicita degli FCM, norme rigorose sul tipo di strumenti nei quali gli FCM possono investire (compreso il divieto di esposizione al comparto azionario), limiti in termini di vita residua degli strumenti e limiti sulla scadenza media ponderata (*weighed average maturity*, WAM) e la vita media ponderata (*weighted average life*, WAL) del portafoglio. Nel periodo successivo all'entrata in vigore delle linee guida, vale a dire negli ultimi mesi del 2011, un numero considerevole di fondi inizialmente commercializzati come FCM è stato ridenominato e spostato in altre categorie.

Per quanto concerne la gestione della liquidità (raccomandazioni dello IOSCO da 6 a 8), il quadro di riferimento giuridico esistente a livello europeo è già solido. Sia la direttiva 2010/43/UE concernente gli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) sia la direttiva 2011/61/UE relativa ai gestori dei fondi di investimento alternativi prevedono la conduzione periodica di prove di stress sulla liquidità.

Occorre infine rilevare che il quadro di riferimento per gli OICVM già affronta le questioni connesse alla diversificazione e alla limitazione del rischio e all'idoneità degli attivi.

Tuttavia, le linee guida del CESR/ESMA non riprendono tutte le raccomandazioni dello IOSCO né affrontano tutti i problemi che lo IOSCO ha individuato come connessi alla natura degli FCM. In particolare, permettono agli FCM-BT di mantenere il CNAV. Consentono inoltre agli FCM di usare il metodo del costo ammortizzato per valutare gli strumenti con vita residua massima di 397 giorni, il che può altresì presentare dei rischi e ridurre la trasparenza dei prezzi. In aggiunta, poiché il sostegno della società promotrice non è al momento né disciplinato da norme giuridiche né subordinato a obblighi di informativa, le autorità di regolamentazione non dispongono di informazioni al riguardo.

Per integrare il quadro normativo europeo, il **settore dei fondi** ha elaborato una serie di prassi ottimali che hanno trovato riflesso nel codice di condotta dell'Institutional Money Market Funds Association (IMMFA). Il codice prevede che gli FCM di tipo CNAV rilevino con frequenza almeno settimanale la differenza tra i loro prezzi pubblicati e le valutazioni ai prezzi di mercato (il «prezzo ombra») e che si dotino di procedure di graduale intervento, da avviare principalmente attraverso segnalazioni interne, nei casi in cui tale differenza superi i 10, 20 e 30 punti base. Quando il valore di mercato risulta inferiore di 50 punti base a quello nominale, si ritiene che il fondo abbia subito una «perdita di valore permanente». Tutti questi casi di discesa al di sotto dell'unità («*breaking the buck*») devono essere segnalati all'IMMFA.

Infine, la **Commissione** sta valutando la necessità di apportare ulteriori modifiche al quadro regolamentare per gli FCM e nel suo Libro verde sul sistema bancario ombra (2012) ha sottolineato il ruolo svolto dagli FCM in questo ambito. Inoltre, il suo documento di consultazione sul quadro futuro per i fondi di investimento (2012) contiene una sezione dedicata alla contrapposizione tra i fondi CNAV e VNAV, alla valutazione degli stessi, al ruolo degli FCM rispetto al rischio sistemico e al ricorso ai *rating* creditizi. Nel primo trimestre del 2013 è lecito attendersi una proposta legislativa della Commissione sugli FCM. In aggiunta, a ottobre 2012 il **Parlamento europeo** ha adottato in sede di commissione parlamentare una proposta di risoluzione sul sistema bancario ombra che sostiene le raccomandazioni dello IOSCO e chiede ai fondi CNAV di ottenere una licenza per l'esercizio di un'attività bancaria limitata.

Come dimostrato nel prosieguo del presente allegato, il settore degli FCM in Europa ha un'ampia componente internazionale. Una sfida per le diverse iniziative intraprese a livello sia internazionale sia europeo consiste pertanto nel gestire il rischio potenzialmente derivante dalle eventuali differenze tra gli interventi normativi volti a fronteggiare i rischi sistemici risultanti dagli FCM.

II. GLI FCM E LA STABILITÀ FINANZIARIA

Gli FCM costituiscono una componente fondamentale del sistema bancario ombra (FSB, 2011). Sono prodotti di investimento sottoposti alle norme che disciplinano i valori mobiliari, ma sono analoghi alle banche in quanto svolgono una funzione di trasformazione delle scadenze e della liquidità e possono essere percepiti dagli investitori (soprattutto nel caso dei fondi CNAV) come un'alternativa sicura ai depositi bancari. È tuttavia possibile che detengano attivi meno liquidi, i quali potrebbero avere una data di scadenza molto successiva a quella delle richieste di rimborso e comportare altresì dei rischi di investimento. A differenza delle banche, gli FCM non hanno accesso alla rete di sicurezza pubblica. Inoltre non godono di norma del sostegno esplicito delle società promotrici, che tuttavia hanno in alcuni casi sostenuto attivamente dei fondi in difficoltà su base *ex post*.

Un'ampia serie di studi economici, riguardanti soprattutto il mercato statunitense, offre riscontri di come il comportamento e la natura degli FCM rendano questi ultimi vulnerabili di fronte a episodi destabilizzanti di corsa ai rimborsi, che possono estendersi rapidamente ad altri fondi. Ciò può compromettere ulteriormente la liquidità e la disponibilità di credito a breve termine, non da ultimo per le banche che utilizzano gli FCM come un'importante fonte di finanziamento⁽¹⁾. Il rischio di fuga degli investitori è principalmente connesso al cosiddetto «vantaggio della prima mossa» e all'incertezza relativa al sostegno tacito e discrezionale della società promotrice.

II.1 Il vantaggio della prima mossa

Il vantaggio della prima mossa, valido per tutti i fondi di investimento, è da molti considerato rilevante soprattutto per gli **FCM di tipo CNAV** in quanto questi ultimi offrono un rimborso immediato a un prezzo costante arrotondato (ad esempio, un euro oppure un dollaro statunitense per quota)⁽²⁾. Esiste pertanto il rischio che il prezzo della quota non rifletta il «valore reale» del portafoglio sottostante del fondo in periodi di tensione nei mercati o di timori circa la qualità degli attivi. Una caratteristica di questo vantaggio consiste nel fatto che le prime richieste di rimborso sono soddisfatte al valore nominale anche quando il valore effettivo delle attività è potenzialmente inferiore. Ciò determina un trasferimento

⁽¹⁾ Cfr. anche FSOC (2012), pagg. 17-28, che fornisce un'analisi del rischio sistemico e una panoramica di altri studi accademici quali: Baba *et al.* (2009); Duygan-Bump *et al.* (di prossima pubblicazione); Gordon e Gandia (2012); Gorton e Metrick (2010), pagg. 261-297; Kacperczyk e Schnabl (2012); McCabe (2010); McCabe *et al.* (2012); Rosengren (2012); Scharfstein (2012); Squam Lake Group (2011).

⁽²⁾ Cfr. CERS, *Occasional Paper* (2012); FSB (2011); FSOC (2012); IOSCO (2012); Baba *et al.* (2009); Gorton e Metrick (2010); McCabe (2010).

delle perdite agli altri partecipanti al fondo, poiché gli investitori che chiedono il rimborso in un momento successivo subiscono perdite sproporzionate. Il vantaggio della prima mossa può contribuire a fughe destabilizzanti. L'incertezza riguardo alla qualità degli attivi in portafoglio può determinare un incentivo a richiedere il riscatto delle quote anche se il valore di mercato non differisce di fatto da quello nominale ed è particolarmente rilevante per gli investitori istituzionali, che presentano un'elevata avversione al rischio e tendono a reagire in modo più rapido e massiccio rispetto agli investitori al dettaglio. Più in generale, la caratteristica del NAV costante può accrescere il rischio di instabilità. Essa fa infatti nascere in alcuni investitori l'aspettativa di un rimborso alla pari nella convinzione che le quote degli FCM siano attività esenti da rischio assimilabili al contante e questo può di conseguenza accrescere il rischio di una corsa ai rimborsi quando il fondo non risulta all'altezza di tali aspettative, vale a dire quando il valore delle sue quote scende al di sotto dell'unità.

Benché il vantaggio della prima mossa riguardi prevalentemente i fondi CNAV, l'esperienza della crisi finanziaria mostra come anche chi investe in **FCM di tipo VNAV** possa essere incentivato a chiedere il rimborso delle proprie quote ⁽¹⁾. Dal momento che gli FCM non possono contare sul 100 % di liquidità giornaliera, si creano di fatto situazioni nelle quali non riescono a soddisfare le richieste di rimborso degli investitori. Questi ultimi potrebbero quindi essere comunque motivati a disinvestire rapidamente (come per qualunque fondo di investimento), poiché le richieste di rimborso successive potrebbero costringere il fondo a vendere attività meno liquide e potenzialmente subire delle perdite. L'incentivo a richiedere un rimborso può risultare accresciuto dalle incertezze sulla valutazione, che possono riguardare anche i fondi VNAV.

II.2 Il sostegno della società promotrice

Diversi studi segnalano casi di sostegno di terzi lungo tutta la storia degli FCM ⁽²⁾. Un'analisi di Moody's relativa al periodo compreso tra il 1980 e il 2009 cita oltre 200 FCM di tipo CNAV negli Stati Uniti e in Europa che hanno beneficiato del sostegno della società promotrice. Il massimo è stato raggiunto tra il 2007 e il 2009, quando oltre 60 fondi (di cui 36 statunitensi e 26 europei) hanno avuto bisogno di assistenza per motivi principalmente riconducibili a problemi di deterioramento del credito/inadempienza e liquidità. Secondo Moody's, almeno 20 società di gestione di fondi *prime* negli Stati Uniti e in Europa hanno sostenuto una spesa di circa 12 miliardi di dollari per preservare il valore dei rispettivi fondi CNAV. Inoltre, almeno due gestori hanno attinto al patrimonio delle capogruppo e hanno utilizzato la finestra della Federal Reserve per far fronte alle richieste di rimborso e altri due hanno consolidato gli attivi degli FCM nei propri bilanci (cfr. anche CERS, *Occasional Paper*, 2012).

Il fallimento del Reserve Primary Fund negli Stati Uniti illustra il limite fondamentale insito nel fare affidamento sul sostegno tacito e discrezionale della società promotrice. Tale fondo non è riuscito a mantenere il suo valore patrimoniale netto pari a un dollaro statunitense per quota dopo il tracollo di Lehman Brothers, verso il quale presentava un'esposizione corrispondente all'1,2 % del suo NAV. La perdita ha innescato immediatamente una fuga dal fondo che si è estesa più in generale all'insieme degli FCM statunitensi e che ha comportato il ritiro di somme ingenti nel corso di pochi giorni. La società promotrice del Reserve Primary Fund non ha di fatto sostenuto il fondo e questo potrebbe avere generato incertezza circa il sostegno delle società promotrici in generale e accelerato la fuga dal settore. Nell'insieme, gli eventi hanno provocato tensioni nel mercato della carta commerciale e costretto le autorità statunitensi a intervenire creando tra l'altro due linee di liquidità ed estendendo le garanzie sui depositi.

Tali riscontri segnalano l'importanza del sostegno fornito dalle società promotrici nella storia degli FCM, ma al tempo stesso mettono in luce un limite potenziale. Di conseguenza, l'incertezza circa la disponibilità del sostegno durante la crisi recente potrebbe avere favorito gli episodi di corsa ai rimborsi. McCabe (2011) e Gordon e Gandia (2012) mostrano che la capacità della società promotrice svolge un ruolo importante nel comportamento degli investitori. Gordon e Gandia (2012) presentano evidenze del fatto che i fondi CNAV gestiti o promossi da società potenzialmente fragili erano esposti a deflussi significativamente superiori e a un maggior rischio di fuga degli investitori. Inoltre, gli analisti e le agenzie di

⁽¹⁾ Cfr. Scott (2012), che cita statistiche dell'Investment Company Institute (ICI) secondo le quali i fondi VNAV francesi hanno perso circa il 40 % dei propri attivi nei tre mesi intercorsi fra luglio e settembre 2007. Tali fondi non erano tuttavia degli FCM ai sensi della normativa francese, ma erano commercializzati con la denominazione di «FCM potenziati».

⁽²⁾ Cfr. Brady (2012) e Moody's (2010). Il *Consultation Report* dello IOSCO (aprile 2012) riferisce altresì nel dettaglio i risultati degli studi della SEC statunitense sul sostegno della società promotrice: secondo stime degli esperti della SEC, tra agosto 2007 e il 31 dicembre 2008 quasi il 20 % degli FCM ha ricevuto qualche forma di sostegno dai propri gestori o dalle relative consociate.

rating potrebbero tener conto della situazione patrimoniale e della solidità finanziaria delle istituzioni che offrono FCM. Di conseguenza, la natura implicita del sostegno e la dipendenza dello stesso dalla capacità della società promotrice possono creare incertezza tra gli operatori e questo potrebbe accrescere la vulnerabilità degli FCM agli episodi di corsa ai rimborsi. Un regime che dipende da garanzie implicite e discrezionali di terzi può essere considerato generalmente instabile, poiché il garante non internalizza il costo dell'accordo implicito (McCabe, 2011).

II.3 Il contesto economico attuale

L'attuale contesto di tassi di interesse bassi solleva interrogativi circa la capacità degli FCM di mantenere un NAV costante. Dopo la riduzione dei tassi operata dalla BCE a luglio 2012, gli strumenti a breve termine nei quali investono massicciamente gli FCM europei si sono trovati esposti a un rapido calo dei rendimenti, che sono persino scesi in territorio negativo. Poiché le strutture che utilizzano il CNAV non sono in grado di fronteggiare le perdite, la situazione ha costretto i loro gestori a sospendere le sottoscrizioni e in determinati casi a passare, almeno indirettamente, a un NAV variabile. Alcuni hanno preferito ridurre il numero di quote detenute dagli investitori invece che il prezzo della quota, esponendo questi ultimi a perdite effettive. Il ricorso a tale opzione è stato ad esempio annunciato da JPMorgan Chase a ottobre 2012 per i suoi due grandi FCM europei, l'Euro Liquid Fund (con 4 miliardi di EUR di masse gestite) e il Government Liquidity Fund (con 13 miliardi). A questi fondi è stata aggiunta una nuova categoria di quote, denominata «flessibile», il cui prezzo viene mantenuto stabile a un euro ma il cui numero può essere ridotto per coprire i costi operativi e i rendimenti negativi.

III. LA STRUTTURA DEL SETTORE EUROPEO DEGLI FCM

La presente sezione disegna un profilo dettagliato del settore europeo degli FCM sulla base di un'analisi quantitativa allo scopo di valutare le implicazioni di tali fondi per la stabilità finanziaria (discusse a un livello più concettuale nella sezione precedente) e il possibile impatto delle raccomandazioni del CERS illustrate nella quarta sezione.

Le statistiche della BCE segnalano che a giugno 2012 gli FCM europei gestivano un patrimonio di circa 1 000 miliardi di EUR, inferiore al massimo di 1 400 miliardi raggiunto nel 2008 e prossimo al livello del 2011. Evidenziano inoltre un calo del numero di tali fondi, a 1 171, da oltre 1 300 nel 2011. Tale andamento è in parte riconducibile al processo di concentrazione nel settore che ha fatto seguito all'attuazione delle linee guida del CESR/ESMA di cui alla sezione I.2.

Il patrimonio gestito dagli FCM europei si concentra per il 95 % in tre paesi: Francia (39 %), Lussemburgo (31 %) e Irlanda (25 %). A giugno 2012 esso costituiva il 15 % del totale gestito dal settore dei fondi di investimento dell'area dell'euro. Tale percentuale sale a circa il 38 % in Francia, il paese con il livello più elevato, mentre è rispettivamente pari a circa il 32 % e all'11 % in Irlanda e nel Lussemburgo. Sul totale delle IFM dell'area dell'euro (escluse le banche centrali), gli FCM rappresentano tuttavia appena il 2,5 % degli attivi.

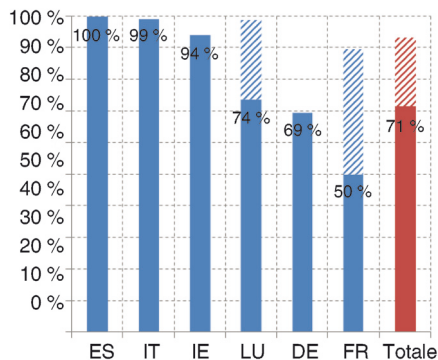
III.1 Portata dell'indagine ad hoc del CERS

Per ottenere informazioni più granulari di quelle fornite dalle statistiche della BCE, il CERS ha condotto un'indagine ad hoc sugli FCM raccogliendo dati anche sui singoli fondi. La raccolta è stata effettuata con la massima diligenza possibile da sei paesi (Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo e Spagna) e i risultati riflettono la situazione a fine giugno 2012. Essi offrono informazioni sulla scomposizione dei dati di bilancio per tipologia di fondo (CNAV, VNAV a breve termine e VNAV di altro tipo), non disponibile nelle statistiche della BCE, oltre che sul prezzo ombra dei fondi CNAV nel periodo compreso tra giugno 2007 e lo stesso mese del 2012.

L'indagine del CERS copre il 71 % del patrimonio totale gestito dagli FCM nei sei paesi dichiaranti rilevato dalle statistiche della BCE ⁽¹⁾. A questo si aggiunge un ulteriore 22 % per il quale sono disponibili dati su base aggregata che rilevano esclusivamente la scomposizione per tipologia, gestore e dimensioni in termini di masse gestite (cfr. figura 1), il che porta la copertura complessiva dell'indagine al 93 % (corrispondente all'89 % degli FCM dell'UE).

⁽¹⁾ La copertura è lievemente inferiore per le passività, data l'assenza di statistiche sulla base di investitori degli FCM di diritto tedesco.

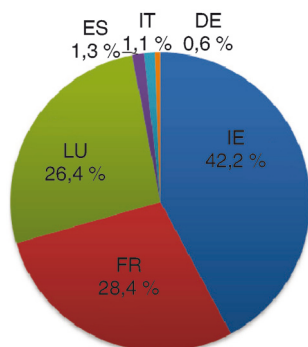
Figura 1

Indagine del CERS: copertura per paese (%)

Fonte: indagine del CERS e BCE.

Note: l'obiettivo di copertura in termini di patrimonio totale gestito dagli FCM residenti in ciascun paese era di circa il 75 %. Le parti con tratteggiatura obliqua riguardano le segnalazioni parziali (vale a dire, riguardanti esclusivamente la tipologia di fondi). La copertura è di fatto maggiore una volta tenuto conto di alcuni doppi conteggi (in Francia, per esempio, sale al 60 % se si escludono i fondi di fondi e i fondi con struttura *master-feeder*).

Figura 2

Composizione del campione (% del patrimonio gestito)

Fonte: indagine del CERS.

Nota: le percentuali sono calcolate sul totale delle sole segnalazioni complete.

L'indagine mostra che i fondi CNAV costituiscono approssimativamente il 43 % (433 miliardi di EUR) del patrimonio totale gestito dagli FCM europei e che si trovano per circa due terzi (272 miliardi) in Irlanda e per un terzo (161 miliardi) nel Lussemburgo. I fondi VNAV a breve termine e gli altri VNAV costituiscono rispettivamente il 47 % e il 36 % del totale degli FCM operanti in Francia. In Germania, Italia e Spagna gli FCM sono quasi esclusivamente di tipo VNAV. Occorre rilevare che la suddivisione tra CNAV e VNAV si basa su un'autoclassificazione da parte dei fondi interpellati, poiché non esiste una definizione giuridica o statistica chiara delle due categorie e alcuni FCM hanno tipologie di quote sia CNAV sia VNAV.

In termini di numero di fondi, l'indagine include 123 CNAV che operano nel Lussemburgo e in Irlanda e che rappresentano il 13 % del numero totale nei sei paesi considerati, ma il 45 % in termini di masse gestite (cfr. tavola 1), e 330 fondi VNAV (di cui 124 a breve termine).

Tavola 1

Scomposizione del patrimonio gestito e del numero di fondi per tipologia e paese (milioni di EUR)

	Francia		Irlanda		Lussemburgo		Spagna		Italia		Germania		Totale campione	
	N. di fondi	AuM	N. di fondi	AuM	N. di fondi	AuM	N. di fondi	AuM	N. di fondi	AuM	N. di fondi	AuM	N. di fondi	AuM
CNAV	0	0	65	272,992	58	160,976	0	0	0	0	0	0	123	433,968
	0,0 %	0,0 %	66,3 %	88,2 %	19,5 %	64,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,8 %	44,4 %
VNAV-BT	111	185,800	3	11,701	6	23,409	4	208	0	0	0	0	124	221,118
	25,5 %	47,0 %	3,1 %	3,8 %	2,0 %	9,3 %	5,6 %	2,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,9 %	22,6 %
VNAV	95	141,840	6	8,707	7	19,375	67	8,774	13	7,855	18	4,213	206	190,763
	21,8 %	35,9 %	6,1 %	2,8 %	2,3 %	7,7 %	94,4 %	97,5 %	92,9 %	99,0 %	37,5 %	69,3 %	21,4 %	19,5 %
Altri VNAV	229	67,703	24	16,089	228	46,849	0	18	1	79	30	1,864	512	132,603
	52,6 %	17,1 %	24,5 %	5,2 %	76,5 %	18,7 %	0,0 %	0,2 %	7,1 %	1,0 %	62,5 %	30,7 %	53,1 %	13,6 %
OICVM	150	264,000	73	290,696	20	173,908	71	8,981	13	7,855	8	2,864	335	748,303
	34,5 %	66,8 %	74,5 %	93,9 %	6,7 %	69,4 %	100,0 %	99,8 %	92,9 %	99,0 %	16,7 %	47,1 %	34,8 %	76,5 %
Non OICVM	56	66,443	1	2,705	4	10,577	0	0	0	0	10	1,349	71	81,074
	12,9 %	16,8 %	1,0 %	0,9 %	1,3 %	4,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	20,8 %	22,2 %	7,4 %	8,3 %
n.d.	229	64,900	24	16,070	274	66,125	0	18	1	79	30	1,864	558	149,056
	52,6 %	16,4 %	24,5 %	5,2 %	91,9 %	26,4 %	0,0 %	0,2 %	7,1 %	1,0 %	62,5 %	30,7 %	57,9 %	15,2 %
Totale	435	395,343	98	309,471	298	250,610	71	8,999	14	7,934	48	6,077	964	978,434

Fonte: indagine del CERS e BCE.

Note: la categoria «Totale» concerne le statistiche della BCE sulle voci di bilancio degli FCM e il registro delle IFM. «Altri VNAV» riguarda i fondi non coperti dall'indagine. La categoria «non disponibile (n.d.)» per i fondi francesi si riferisce a: fondi aziendali, fondi *feder*, fondi di fondi e fondi riservati a uno o più investitori in numero limitato (*fonds dédiés*) che possono essere sia OICVM sia strutture diverse dagli OICVM.

III.2 Panoramica delle attività degli FCM

Per quanto concerne i **settori economici**, le statistiche della BCE sugli FCM mostrano come questi ultimi investano principalmente nel settore delle IFM. Ciò trova conferma nell'indagine del CERS, dalla quale si evince come l'esposizione media degli FCM verso tali istituzioni sia pari al 75 % e non presenti di norma differenze tra le diverse tipologie di fondi (cfr. tavola 2 e figura 4). La percentuale di attivi totali investita nel settore societario è relativamente ridotta (10 %). Le statistiche della BCE mostrano altresì l'incidenza calante dei titoli di debito del settore delle società non finanziarie (SNF) nel portafoglio di attività degli FCM (cfr. figura 3) negli ultimi anni. Per quanto concerne gli emittenti, le linee guida del CESR/ESMA impongono ai fondi dei vincoli in termini di qualità del credito. Le scelte di investimento degli FCM europei si concentrano pertanto su un numero relativamente limitato di emissioni bancarie e non bancarie di qualità elevata (cfr. FitchRatings, 2012).

Tavola 2

Allocazione degli investimenti per tipologia di fondo e settore (% degli attivi totali)

	IFM	SNF	PA	AIF
CNAV	73,9 %	9,7 %	13,7 %	2,7 %
2 - VNAV a breve termine (BT)	79,7 %	11,2 %	8,4 %	0,7 %

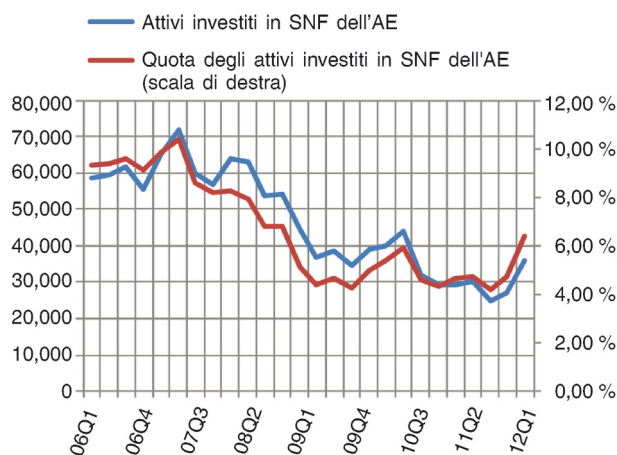
	IFM	SNF	PA	AIF
3 - VNAV (escl. VNAV-BT)	74,7 %	7,9 %	16,0 %	1,4 %
1 - OICVM	75,4 %	9,3 %	13,2 %	2,1 %
2 - Non OICVM	73,7 %	12,6 %	12,5 %	1,2 %
Totale indagine	75,2 %	9,6 %	13,1 %	2,1 %
Totale statistiche della BCE	75,5 %	6,6 %	11,1 %	6,9 %

Fonte: indagine del CERS e BCE.

Nota: i totali relativi alla BCE si riferiscono esclusivamente alle controparti nell'area dell'euro.

Figura 3

Esposizione degli FCM alle SNF nell'area dell'euro (milioni di EUR e %)



Fonte: BCE.

Nota: la «Quota degli attivi investiti in SNF dell'AE» si riferisce al rapporto tra le attività degli FCM emesse da società non finanziarie dell'area dell'euro e il totale delle attività emesse da tutti i residenti nell'area.

La scomposizione presentata nella tavola 2 mostra come, rispetto agli altri settori, gli FCM rappresentino un'importante fonte di finanziamento per le banche. Le statistiche della BCE sulle emissioni di titoli forniscono riscontri dell'importanza degli FCM per la provvista a breve termine (vale a dire, con scadenze inferiori all'anno) delle IFM dell'area dell'euro. Come si evince dalla tavola 3, nell'area dell'euro essi detengono circa il 40 % del debito a breve termine collocato dalle banche.

Tavola 3

Quota del debito totale a breve termine delle IFM dell'area dell'euro detenuta dagli FCM dell'area dell'euro (milioni di EUR e %)

Periodo	Attività degli FCM	Titoli emessi	Percentuale
2010Q2	320 802	734 187	43,7 %
2010Q3	314 738	743 246	42,3 %
2010Q4	299 593	572 050	52,4 %
2011Q1	289 694	617 695	46,9 %
2011Q2	245 488	582 244	42,2 %
2011Q3	238 795	613 012	39,0 %

Periodo	Attività degli FCM	Titoli emessi	Percentuale
2011Q4	228 310	702 274	32,5 %
2012Q1	258 594	710 553	36,4 %
2012Q2	254 974	677 840	37,6 %

Fonte: BCE.

Inoltre, mentre i fondi VNAV francesi hanno investimenti sostanziali nelle IFM (banche e altri FCM) del paese, i CNAV irlandesi presentano una considerevole esposizione verso le IFM all'esterno dell'UE (cfr. tavola 4 e figura 4). I fondi lussemburghesi investono invece in misura superiore nelle IFM dell'UE aventi sede in paesi diversi dal Lussemburgo. Infine, in termini relativi, gli FCM di Germania, Italia e Spagna presentano un'esposizione maggiore verso il settore pubblico nazionale.

Tavola 4

Alcune scomposizioni degli investimenti degli FCM per regione/tipologia di fondo e settore (milioni di EUR)

	Fondi CNAV basati in Irlanda				
	IFM	SNF	PA	AIF	Totale
Nazionali	12 661	1 531	57	2	14 251
Altri UE	75 205	4 644	6 997	808	87 654
RdM	127 647	18 440	19 188	6 213	171 488
Totale	215 513	24 615	26 242	7 023	273 393

	Fondi CNAV basati nel Lussemburgo				
	IFM	SNF	PA	AIF	Totale
Nazionali	965	0	446	0	1 411
Altri UE	57 262	9 463	6 237	3 631	76 593
RdM	32 954	6 101	23 906	735	63 696
Totale	91 181	15 564	30 589	4 367	141 700

	Fondi VNAV basati in Francia				
	IFM	SNF	PA	AIF	Totale
Nazionali	109 905	12 087	4 709	555	127 256
Altri UE	53 949	11 218	1 732	50	66 949
RdM	3 100	678	0	0	3 778
Totale	166 954	23 983	6 441	605	197 982

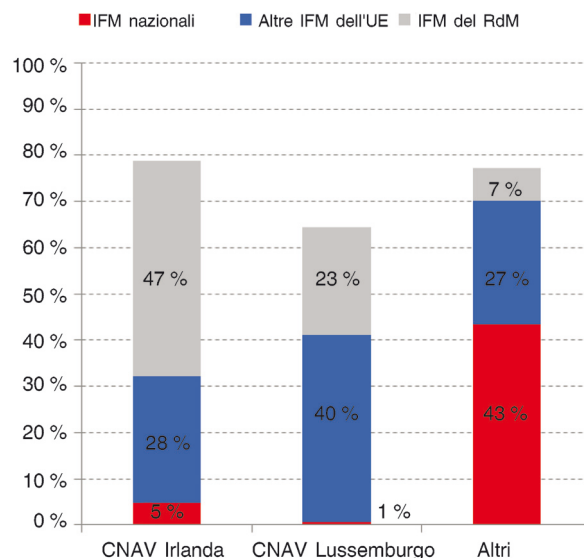
	Fondi basati in Germania, Italia e Spagna				
	IFM	SNF	PA	AIF	Totale
Nazionali	6 390	213	10 093	101	16 797
Altri UE	1 887	338	1 345	136	3 706
RdM	284	54	237	8	583
Totale	8 561	604	11 675	245	21 086

Fonte: indagine del CERS.

Nota: la copertura totale è pari al 65 % del patrimonio gestito dagli FCM basati nei sei paesi dichiaranti.

Figura 4

Quota degli investimenti in IFM per origine geografica (%)



Fonte: indagine del CERS.

Note: la categoria «Altri» include i fondi di Francia, Italia, Spagna e Germania e i fondi VNAV di Irlanda e Lussemburgo. La copertura è pari al 100 % dell'indagine del CERS e a circa il 70 % del portafoglio totale gestito dagli FCM dell'UE.

In merito alle **classi di attività**, l'indagine mostra che gli strumenti del mercato monetario (ad esempio, carta commerciale e certificati di deposito) rappresentano la porzione maggiore dei portafogli degli FCM (cfr. tavola 5). Le operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine (pronti contro termine attivi), utilizzate dagli FCM per fornire liquidità in cambio di garanzie, costituiscono appena il 9 % del patrimonio gestito totale e sono realizzate quasi esclusivamente con altre IFM. L'incidenza delle attività cartolarizzate (*asset-backed securities*, ABS) è minima e quella delle «disponibilità liquide» (vale a dire, i depositi senza scadenza o a scadenza indeterminata) è pari al 6,6 % per l'insieme del campione, ma risulta più elevata per i fondi CNAV irlandesi (11 %, contro ad esempio il 2 % per i CNAV lussemburghesi e il 2,5 % per i VNAV a breve termine francesi).

Tavola 5

Allocazione degli investimenti per tipologia di fondo e strumenti (%)

	Disp. liquide	Strumenti del mercato monetario		PcT attivi		ABS	Titoli di stato	Altri strumenti/non allocato
			di cui IFM		di cui IFM			
1 - CNAV	7,9 %	58,1 %	48,9 %	11,4 %	11,3 %	1,1 %	13,7 %	7,9 %
2 - VNAV a breve termine (BT)	4,0 %	77,5 %	67,3 %	5,8 %	5,8 %	0,1 %	8,4 %	4,5 %
3 - VNAV (escl. VNAV-BT)	5,3 %	66,5 %	59,1 %	5,3 %	5,2 %	0,0 %	16,1 %	7,0 %
1 - OICVM	6,4 %	62,9 %	54,1 %	9,7 %	9,6 %	0,7 %	13,2 %	7,3 %
2 - Non OICVM	8,9 %	73,6 %	61,1 %	1,2 %	1,2 %	0,1 %	12,6 %	4,1 %
Totale	6,6 %	63,7 %	54,7 %	9,0 %	9,0 %	0,7 %	13,1 %	7,0 %

Fonte: indagine del CERS.

Note: in percentuale del patrimonio gestito totale considerato dall'indagine. La categoria «Disponibilità liquide» include i depositi bancari non soggetti a vincoli. I depositi con durata prestabilita sono inclusi nella categoria «Altri strumenti».

Quanto alla **scadenza** degli attivi detenuti dagli FCM, anch'essa rilevata dall'indagine del CERS, i fondi CNAV risultano avere un profilo di liquidità maggiormente prudente poiché — rispetto agli altri — investono in strumenti con scadenze più brevi. L'incidenza degli attivi con vita residua pari o inferiore a una settimana sul totale delle masse gestite è ad esempio di circa il 39 % (133 miliardi di EUR) per i fondi CNAV, contro il 22 % per i VNAV a breve termine (per lo più in Francia) e il 16 % per gli altri VNAV (cfr. tavola 6) ⁽¹⁾.

Tavola 6

Scomposizione delle attività per tipologia di fondo e intervallo di scadenza (%)

	Fino a 1 giorno/ overnight	> 1 giorno; ≤ 1 set.	> 1 set; ≤ 1 mese	> 1 mese; ≤ 3 mesi	> 3 mesi; ≤ 6 mesi	> 6 mesi; ≤ 1 anno	> 1 anno; ≤ 397 giorni	> 397 giorni (per gli FCM di- versi dagli FCMBT)	Copertura
1 - CNAV	26,3 %	12,7 %	16,9 %	26,1 %	11,5 %	6,1 %	0,3 %	0,0 %	82 %
2 - VNAV a breve ter- mine (BT)	16,9 %	4,8 %	18,3 %	41,0 %	13,0 %	5,9 %	0,0 %	0,0 %	100 %
3 - VNAV (escl. VNAV- BT)	12,4 %	3,3 %	13,5 %	32,7 %	20,4 %	16,3 %	1,5 %	2,4 %	99 %
1 - OICVM	21,9 %	8,8 %	16,7 %	30,5 %	13,4 %	8,2 %	0,5 %	0,6 %	87 %
2 - Non OICVM	14,5 %	2,7 %	15,3 %	36,5 %	19,7 %	10,8 %	0,4 %	0,3 %	100 %
Totale	21,1 %	8,8 %	16,5 %	30,9 %	13,8 %	8,4 %	0,5 %	0,5 %	89 %

Fonte: indagine del CERS.

Note: per «Copertura» si intende la percentuale del patrimonio gestito totale (considerato dall'indagine) per la quale è disponibile una scomposizione in base alla scadenza. La categoria «Fino a 1 giorno» include anche i depositi senza scadenza o con scadenza indeterminata.

Infine, le statistiche della BCE forniscono altresì un quadro generale della composizione per valuta degli attivi degli FCM. Dalla tavola 7 si evince come la percentuale più elevata delle attività detenute dagli FCM sia denominata in sterline britanniche per i fondi irlandesi e in dollari statunitensi per quelli lussemburghesi. Gli attivi denominati in valute diverse dall'euro costituiscono una porzione trascurabile delle masse totali gestite dai fondi in Francia, Germania, Italia e Spagna. Riscontri aneddotici stanno a indicare che gli FCM non presentano squilibri significativi tra le posizioni in valuta.

Tavola 7

Scomposizione per valuta delle attività degli FCM basati in Irlanda, Lussemburgo e Francia (milioni di EUR e %)

	Valuta di denominazione delle attività	Titoli di de- bito emessi da IFM resi- denti nel paese	Titoli di de- bito emessi da IFM resi- denti nel re- sto dell'AE	Titoli di de- bito emessi da non-IFM residenti nel paese	Titoli di de- bito emessi da non-IFM residenti nel resto dell'AE	Titoli di de- bito extra AE	Depositi ex- tra AE	Altre attività	Totali per valuta	% per valuta	
Irlanda	EUR	180	14 359	1 246	7 470	18 839	10 929		53 023	17,13 %	
	USD	176	9 157	5	542	66 759	18 737		95 376	30,82 %	
	GBP	108	25 300	285	2 596	86 313	32 525		147 127	47,54 %	
	CHF	0	0	0	0	0	0		0	0,00 %	
	JPY	0	0	0	0	0	0		0	0,00 %	
	Non disponibile ⁽¹⁾								13 945	13 945	4,51 %
	Totali per voce		464	48 816	1 536	10 608	171 911	62 191	13 945	309 471	100,00 %

⁽¹⁾ Le percentuali sono calcolate sul patrimonio totale gestito dai fondi inclusi nell'indagine del CERS per il quale è disponibile una scomposizione per scadenze (che corrisponde ad esempio all'81 % del patrimonio gestito totale per i fondi CNAV e al 100 % per le altre categorie). Esse potrebbero pertanto variare ove la copertura fosse estesa a tutti i fondi.

	Valuta di denominazione delle attività	Titoli di debito emessi da IFM residenti nel paese	Titoli di debito emessi da IFM residenti nel resto dell'AE	Titoli di debito emessi da non-IFM residenti nel paese	Titoli di debito emessi da non-IFM residenti nel resto dell'AE	Titoli di debito extra AE	Depositi extra AE	Altre attività	Totali per valuta	% per valuta
Lussemburgo	EUR	712	20 257	1 277	30 303	18 660	6 631		77 840	31,06 %
	USD	838	8 848	111	5 700	61 630	35 607		112 734	44,98 %
	GBP	211	3 642	19	2 803	9 034	3 825		19 534	7,79 %
	CHF	167	2 026	0	655	1 894	301		5 043	2,01 %
	JPY	0	0	0	75	362	0		437	0,17 %
	Non disponibile ⁽¹⁾							35 022	35 022	13,97 %
	Totali per voce		1 928	34 773	1 407	39 536	91 580	46 364	35 022	250 610
Francia	EUR	155 494	45 834	31 748	31 076	38 989	860		304 001	76,90 %
	USD	271	124	58	132	263	4		852	0,22 %
	GBP	0	0	0	0	45	0		45	0,01 %
	CHF	0	320	27	0	341	0		688	0,17 %
	JPY	0	0	0	0	0	0		0	0,00 %
	Non disponibile ⁽¹⁾							89 757	89 757	22,70 %
	Totali per voce		155 765	46 278	31 833	31 208	39 638	864	89 757	395 343

Fonte: BCE.

⁽¹⁾ la categoria «Non disponibile» si riferisce alle consistenze degli FCM in: 1) azioni e altre partecipazioni (di norma trascurabili); 2) quote di altri FCM; 3) altre attività. In Francia la componente rappresentata dalle quote di altri FCM è significativa (circa 50 miliardi di EUR) e molto probabilmente denominata in euro.

III.3 Descrizione degli investitori in FCM

Le statistiche della BCE offrono una visione solo generale della composizione degli investitori in FCM, specialmente per l'area dell'euro. Quelle raccolte dall'indagine del CERS forniscono informazioni integrative al riguardo, in particolare per gli investitori non residenti nell'area dell'euro. La tavola 8 riassume i dati relativi alla disaggregazione degli investitori in FCM per regione geografica di appartenenza e tipologia di fondo ottenuti dalle due fonti disponibili.

La **scomposizione geografica** della base di investitori in FCM evidenzia una chiara predominanza di residenti per i fondi francesi, italiani e spagnoli e una presenza molto maggiore di non residenti per quelli irlandesi e lussemburghesi. I dati della BCE e quelli del CERS presentano tuttavia delle differenze, specie per quanto concerne la suddivisione tra investitori dell'area dell'euro/dell'UE e del resto del mondo (RdM) nei fondi irlandesi e lussemburghesi (cfr. tavola 8). Tali differenze potrebbero essere riconducibili alla diversa copertura e alle difficoltà oggettive incontrate dai gestori nel classificare la regione e il settore di origine dei rispettivi investitori. Dall'indagine del CERS si evince come i non residenti nell'UE costituiscano una porzione considerevole degli investitori in FCM nell'insieme dei paesi considerati (41 %) e come tale percentuale sia molto superiore nel caso specifico dell'Irlanda (70 %). Inoltre, il 90 % di questi soggetti non residenti ha optato per fondi CNAV. Per quanto riguarda infine gli FCM tedeschi, solo le statistiche della BCE forniscono informazioni in merito agli investitori e rivelano una predominanza di soggetti nazionali.

Tavola 8

Confronto tra le statistiche della BCE e l'indagine del CERS in termini di scomposizione geografica degli investitori negli FCM europei (milioni di EUR e %)

		Nazionali	Area dell'euro (escl. nazionali)	UE (escl. nazionali)	RdM ⁽¹⁾	Residuo	Totale (mln di euro)	Nazionali	Area dell'euro (escl. nazionali)	UE (escl. nazionali)	RdM
Francia	Statistiche BCE	368 496	16 718	n/a	2 676	7 453	395 343	93 %	4 %	n/a	1 %
	Indagine	193 645	n/a	2 475	67	n/a	196 187	99 %	n/a	1 %	0 %
Irlanda	Statistiche BCE	15 789	36 487	n/a	252 693	4 502	309 471	5 %	12 %	n/a	82 %
	Indagine	17 018	n/a	71 563	202 364	n/a	290 945	6 %	n/a	25 %	70 %

		Nazionali	Area del- l'euro (escl. na- zionali)	UE (escl. na- zionali)	RdM ⁽¹⁾	Residuo	Totale (mln di euro)	Naziona- li	Area del- l'euro (escl. na- zionali)	UE (escl. na- zionali)	RdM
Lus- sem- burgo	Statisti- che BCE	10 172	81 766	n/a	152 159	6 513	250 610	4 %	33 %	n/a	61 %
	Indagine	12 493	n/a	92 651	79 340	n/a	184 485	7 %	n/a	50 %	43 %
Italia	Statisti- che BCE	7 820	12	n.d.	22	80	7 934	99 %	0 %	n.d.	0 %
	Indagine	7 820	n.d.	15	20	n.d.	7 854	100 %	n.d.	0 %	0 %
Spagna	Statisti- che BCE	8 860	72	n.d.	28	39	8 999	98 %	1 %	n/a	0 %
	Indagine	8 881	n.d.	100	0	n.d.	8 981	99 %	n.d.	1 %	0 %
Germa- nia	Statisti- che BCE	4 120	1 547	n.d.	384	26	6 077	68 %	25 %	n.d.	6 %
	Indagine	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Totale	Statisti- che BCE	435 941	137 229	n/a	408 653	18 736	1 000 559	44 %	14 %	n/a	41 %
	Indagine	239 857	n/a	166 804	281 791		688 452	35 %	n/a	24 %	41 %

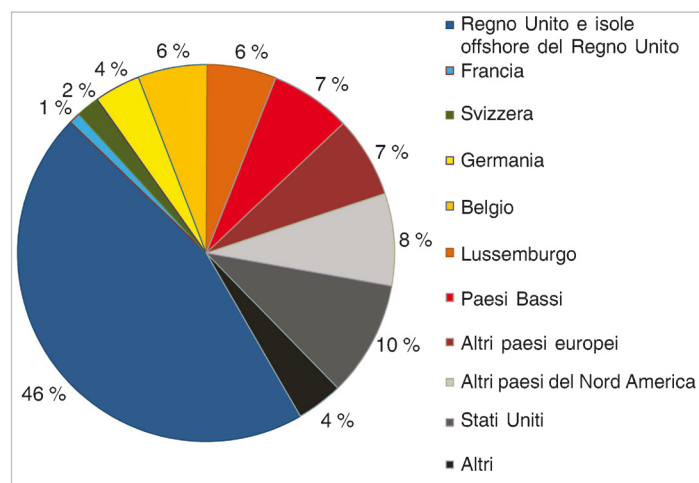
Fonte: indagine del CERS e BCE.

(¹) Equivalente ai non residenti nell'UE nelle statistiche del CERS e ai non residenti nell'area dell'euro in quelle della BCE.

L'incertezza circa i dati relativi alla base di investitori trova un ulteriore riscontro nelle statistiche dell'IMMFA, dalle quali emerge una quota molto inferiore di non residenti nell'UE per i fondi CNAV dell'Unione (cfr. figura 5).

Figura 5

Scomposizione per paese degli investitori negli FCM membri dell'IMMFA (dicembre 2010)



Fonte: IMMFA (citata in CERS, *Occasional Paper*, 2012).

Quanto alla **scomposizione settoriale** della base di investitori negli FCM dell'UE (cfr. tavola 9), l'indagine mostra l'importanza delle IFM (32 % del totale). Al secondo posto si colloca il settore societario con il 21 %, seguito dalle società di assicurazione e fondi pensione (SAFP) con il 13 % e dagli altri istituti finanziari (AIF, vale a dire gli altri fondi di investimento e gli *hedge fund*) con il 12 %. Ciò mostra che non solo gli FCM costituiscono una fonte rilevante di finanziamento per le banche, ma che le banche stesse sono importanti investitori negli FCM.

Tavola 9

Base di investitori di alcune categorie di fondi (milioni di EUR e %)

Tipologia di fondo	Paesi dichiaranti	Totale (mln di EUR)	IFM	SNF	AIF	SAFP	FF	Altri o n.d.	Copertura ⁽¹⁾	Copertura corretta
CNAV	Irlanda	272 962	37,8 %	10,7 %	22,0 %	3,2 %	0,1 %	26,3 %	100,0 %	73,7 %
	Lussemburgo	141 700	48,8 %	32,5 %	1,5 %	3,1 %	13,5 %	0,6 %	88,0 %	87,5 %
VNAV a breve termine (BT)	Francia	103 389	14,7 %	22,4 %	1,1 %	50,7 %	5,1 %	6,0 %	55,6 %	49,7 %
	Altri paesi	35 598	21,5 %	11,2 %	31,9 %	24,7 %	1,1 %	9,5 %	100,0 %	90,5 %
VNAV (escl. VNAV-BT)	Francia	92 798	25,5 %	44,0 %	5,7 %	10,0 %	5,7 %	9,1 %	65,4 %	56,3 %
	Altri paesi	44 710	8,7 %	3,0 %	5,5 %	10,2 %	55,0 %	17,5 %	100,0 %	82,5 %
1 - OICVM	Tutti i paesi	636 383	34,4 %	20,2 %	12,7 %	10,6 %	7,1 %	15,0 %	99,4 %	84,4 %
2 - Non OICVM	Tutti i paesi	54 774	7,4 %	29,1 %	2,3 %	37,8 %	17,6 %	5,8 %	97,6 %	91,8 %
Totale	Tutti i paesi	691 157	32,2 %	20,9 %	11,9 %	12,7 %	7,9 %	14,3 %	70,6 %	56,4 %

Fonte: indagini del CERS.

⁽¹⁾ Note: la copertura per tipologia di fondi è stata calcolata in base alla somma delle segnalazioni complete e parziali. La copertura per i totali è stata calcolata rispetto alla popolazione totale di fondi nei sei paesi dichiaranti in base alle statistiche della BCE. La copertura corretta è la copertura al netto della categoria «Altri o n.d.». **Le celle in rosso rappresentano importi superiori a 20 miliardi di EUR.**

Per quanto riguarda alcune **specificità nazionali**, i dati mostrano una predominanza di IFM tra gli investitori nei fondi CNAV del Lussemburgo e dell'Irlanda; i CNAV irlandesi sono molto importanti anche per gli AIF non residenti nell'UE (22 %). Le SAFP sono i principali investitori nei fondi VNAV a breve termine basati in Francia. La concentrazione più elevata di investimenti delle SNF negli FCM si rileva nei fondi CNAV lussemburghesi (46 miliardi di EUR), nei VNAV francesi diversi dai VNAV a breve termine (41 miliardi) e nei CNAV irlandesi (29 miliardi). Infine, la grande maggioranza degli investitori in FCM in Spagna e Italia appartiene al settore delle famiglie. Gli investimenti in FCM delle famiglie dell'UE nei sei paesi considerati ammontano a 32 miliardi di EUR. Una parte considerevole delle famiglie non residenti nell'Unione investe in fondi CNAV nel Lussemburgo (16 miliardi di EUR).

III.4 Concentrazione del settore

Il settore europeo degli FCM è piuttosto concentrato, soprattutto per quanto riguarda i fondi CNAV. Dall'indagine del CERS emerge come i primi dieci CNAV europei — su un totale di 123 — detengano una quota di mercato di circa il 55 %, corrispondente a 226 miliardi di EUR (cfr. tavola 10), contro il 33 % per i primi dieci VNAV (che, tranne un'unica eccezione, sono tutti basati in Francia). Nel caso dei fondi non OICVM, i primi dieci detengono il 74 % del mercato ⁽¹⁾.

Tavola 10

Concentrazione dei primi 3, 5, 10 e 20 fondi di alcune categorie (%)

Fondi	CNAV, Irlanda	CNAV, Lussemburgo	Francia	Tutti i CNAV	Tutti i VNAV	OICVM	Non OICVM	Tutti i fondi
Primi 3	26,10 %	65,40 %	16,70 %	27,60 %	15,10 %	16,50 %	46,10 %	12,30 %
Primi 5	38,40 %	77,30 %	23,10 %	36,50 %	21,10 %	22,70 %	55,70 %	17,60 %
Primi 10	64,00 %	86,80 %	35,90 %	55,50 %	32,80 %	34,40 %	73,70 %	26,80 %

⁽¹⁾ Principalmente a causa di un grande fondo VNAV basato in Francia, che rappresenta il 35 % dei fondi non OICVM nell'indagine.

Fondi	CNAV, Irlanda	CNAV, Lussemburgo	Francia	Tutti i CNAV	Tutti i VNAV	OICVM	Non OICVM	Tutti i fondi
Primi 20	84,30 %	n.d.	50,50 %	77,60 %	48,10 %	52,20 %	88,80 %	40,60 %

Fonte: indagine del CERS.

Note: le percentuali relative alle categorie «Francia» e «Tutti i fondi» sono state calcolate sul patrimonio gestito totale riportato nelle statistiche della BCE per i paesi dichiaranti, mentre quelle riguardanti tutte le altre categorie sono riferite al totale delle masse gestite dai fondi per i quali sono disponibili le informazioni corrispondenti (CNAV o VNAV, OICVM o non OICVM) e sono rispettivamente pari all'89 % e all'82 %.

Un'analisi della concentrazione per società promotrice rivela come i primi cinque operatori che gestiscono FCM in Europa costituiscano il 40 % del totale del settore degli FCM dell'UE e i primi dieci il 54 %. Il comparto dei fondi CNAV è ancora più concentrato: ai primi cinque operatori è riconducibile l'87 % del totale dell'attività nel Lussemburgo e il 59 % in Irlanda. Per quanto riguarda i fondi non OICVM, i primi tre operatori in Europa gestiscono circa il 67 % del settore. Dei primi dieci operatori europei, sette sono collegati a banche (compresi quattro dei primi cinque), due sono gestori indipendenti e uno appartiene a un gruppo assicurativo.

Tavola 11

Concentrazione del settore degli FCM per società promotrice (%)

Società promotrici	CNAV, Irlanda	CNAV, Lussemburgo	Francia	Tutti i CNAV	Tutti i VNAV	OICVM	Non OICVM	Tutti i fondi
Primi 3	43,90 %	84,10 %	46,20 %	51,10 %	43,90 %	37,90 %	67,00 %	30,00 %
Primi 5	59,30 %	86,80 %	58,60 %	61,10 %	55,70 %	47,10 %	77,00 %	40,50 %
Primi 10	73,80 %	n.d.	71,10 %	81,60 %	70,20 %	62,30 %	91,90 %	53,60 %

Fonte: indagine del CERS.

Note: le percentuali relative alle categorie «Francia» e «Tutti i fondi» sono state calcolate sul patrimonio gestito totale riportato nelle statistiche della BCE per i paesi dichiaranti, mentre quelle riguardanti tutte le altre categorie sono riferite al totale delle masse gestite dai fondi per i quali sono disponibili le informazioni corrispondenti (CNAV o VNAV, OICVM o non OICVM) e sono rispettivamente pari all'89 % e all'82 %.

III.5 Scostamento dei fondi CNAV dalla parità

In passato gli FCM europei evidenziavano un differenziale tra il prezzo ombra e il prezzo costante (vale a dire, subivano perdite non realizzate connesse con la valutazione al valore di mercato). L'indagine del CERS mostra come nel periodo compreso fra giugno 2007 e giugno 2012, su un campione di 76 fondi CNAV (con masse gestite per 414 miliardi di EUR), 18 presentassero un differenziale inferiore o pari a 10 punti base e 15 superiore a 10 punti base (cfr. tavola 12). Inoltre, 13 dei 15 fondi con scostamenti superiori a 10 punti base gestivano patrimoni per circa 72 miliardi di EUR⁽¹⁾ e 3 di questi 13 figuravano tra i 10 fondi più grandi inclusi nel campione. Per alcuni fondi, tuttavia, lo scostamento dalla parità è stato limitato all'evento creditizio successivo al tracollo di Lehman nel 2008. Occorre considerare che queste statistiche includono sia il periodo antecedente sia quello successivo alla riforma del quadro normativo degli FCM introdotta dal CESR/ESMA e che gli scostamenti verificatisi in tali periodi non sono distinguibili dal resto dei dati raccolti dall'indagine.

Tavola 12

Scostamento dei fondi CNAV dalla parità nel periodo giugno 2007 — giugno 2012 (milioni di EUR e %)

Scostamento	Totale	per cui sono disponibili dati sulle dimensioni			
	Numero di fondi	Numero di fondi	NAV totale	Percentuale	NAV dei primi 3
Fino a 10 pb	18	13	77,872	28,00 %	45,935
Pari o superiore a 11 pb	15	12	72,253	26,50 %	45,935

Fonte: indagine del CERS.

Note: numero di scostamenti dalla parità nel periodo compreso fra giugno 2007 e giugno 2012; copertura: 78 CNAV (solo per 65 è stato possibile ottenere dati sulle dimensioni del fondo).

⁽¹⁾ Per gli altri due fondi CNAV non sono disponibili dati.

IV. RACCOMANDAZIONI DEL CERS

IV.1 Ambito di applicazione delle raccomandazioni

L'**obiettivo di policy** che guida le raccomandazioni del CERS è mitigare i rischi per la stabilità finanziaria posti dagli FCM dell'UE come conseguenza di caratteristiche che li rendono simili alle banche e dell'esposizione a episodi di fuga degli investitori (specialmente nel caso dei fondi CNAV). Le raccomandazioni del CERS mirano anche ad assicurare un'applicazione adeguata e coerente in Europa delle pertinenti raccomandazioni formulate dallo IOSCO.

La Commissione ha segnalato l'intenzione di elaborare misure legislative a livello di Unione per gli OICVM e gli FCM. In linea con l'obiettivo di assicurare un'attuazione armonizzata nell'UE, la Commissione è l'unica **destinataria** delle raccomandazioni del CERS. Essa può chiedere alle Autorità europee di vigilanza (AEV), e in particolare all'ESMA, di fornire pareri in rapporto all'attuazione delle raccomandazioni del CERS e di elaborare le raccomandazioni, le linee guida e gli standard tecnici necessari (compresi i modelli per l'assolvimento degli obblighi di segnalazione e informativa) ad assicurare un'applicazione armonizzata delle stesse. L'introduzione di standard tecnici relativi alla disciplina degli FCM non rientra nell'ambito di applicazione del presente allegato.

Per quanto concerne il **periodo di attuazione** delle raccomandazioni del CERS, e in linea con il calendario previsto per la riforma del quadro relativo agli OICVM, la Commissione è invitata a riferire al CERS entro la fine di giugno 2013 ed entro la fine di giugno 2014 sui progressi compiuti nell'attuazione delle raccomandazioni. Per la raccomandazione A, si propongono inoltre delle **disposizioni transitorie**.

In termini di **copertura dei fondi**, coerentemente con le raccomandazioni dello IOSCO, le raccomandazioni del CERS riguardano gli organismi di investimento collettivo (OIC) basati nell'UE che sono offerti/venduti agli investitori come prodotti volti a preservare il capitale, fornire liquidità su base giornaliera e perseguire rendimenti in linea con i tassi del mercato monetario. Esse si rivolgono in particolare ai fondi denominati o venduti come FCM o aventi le caratteristiche di un FCM (vale a dire l'obiettivo di mantenimento del valore del capitale, i rimborsi giornalieri e i tassi del mercato monetario) o ai fondi venduti in modo da fornire tale impressione (ad esempio venduti come fondi di liquidità o a breve scadenza). In assenza di un riferimento esplicito alla tipologia di fondo (ad esempio CNAV, VNAV, FCM a breve termine, OICVM, non OICVM), le raccomandazioni del CERS si intendono rivolte a tutte le tipologie di FCM europei definite in precedenza, a prescindere dal nome o dal quadro normativo di riferimento applicabile.

Per ciascuna raccomandazione viene fornito in appresso un approfondimento, comprensivo di un'esposizione delle considerazioni economiche e di una valutazione dei possibili vantaggi e svantaggi, oltre che — ove fattibile — del potenziale impatto sul mercato. Nella valutazione è stato fatto ampio ricorso a documenti di studio, ai risultati di una raccolta dedicata di statistiche e alle discussioni con gli operatori.

IV.2 Raccomandazione A — Passaggio obbligatorio al valore patrimoniale netto variabile

Si raccomanda alla Commissione di assicurare che la normativa pertinente dell'Unione:

- 1) *prescriva agli FCM l'adozione di un valore patrimoniale netto variabile;*
- 2) *richieda agli FCM di ricorrere in generale alla valutazione al fair value e di limitare l'utilizzo della valutazione al costo ammortizzato a una serie ristretta di circostanze predefinite.*

IV.2.1 Considerazioni economiche

a) Opzioni di policy

Un'importante considerazione relativa al rischio sistemico in relazione agli FCM è costituita dal fatto che questi ultimi sono soggetti del sistema bancario ombra aventi una funzione economica simile a quella delle banche. Benché sottoposti alla vigilanza sui mercati, non dispongono della forma giuridica equivalente e del quadro normativo applicabile alle banche (cfr. sezione II).

Le raccomandazioni dello IOSCO (ottobre 2012), che hanno ricevuto l'approvazione dell'FSB, mirano ad affrontare detto problema. Il documento di consultazione dell'FSB (novembre 2012) sulla riforma del sistema bancario ombra avalla il lavoro svolto dallo IOSCO e sostiene che i rischi possono essere fronteggiati in due modi: 1) eliminando le caratteristiche degli FCM che accrescono l'esposizione di tali fondi a fenomeni di fuga degli investitori, vale a dire le caratteristiche che gli FCM hanno in comune con le banche e che li rendono analoghi ai depositi; 2) permettendo agli FCM di mantenere le caratteristiche che li rendono analoghi ai depositi, ma imponendo loro di adottare misure di mitigazione del rischio come avviene nell'ambito della regolamentazione prudenziale delle banche.

La prima soluzione richiederebbe una riforma della valutazione delle quote degli FCM per eliminarne le caratteristiche che li rendono simili ai depositi. Di conseguenza, la valutazione delle quote dovrebbe riflettere meglio il valore delle attività sottostanti degli FCM. Ciò implica per gli FCM l'adozione del modello VNAV e il ricorso generale alla valutazione al

fair value; l'eventuale mantenimento della valutazione al costo ammortizzato non dovrebbe permettere al valore degli attivi di discostarsi in misura significativa dal *fair value*. Si potrebbe in alternativa permettere agli FCM di continuare a usare il modello CNAV, ma a condizione di accrescere l'allineamento con le norme che disciplinano le banche. In particolare, gli FCM dovrebbero conformarsi a requisiti di capitale, liquidità e altri requisiti prudenziali equivalenti a quelli che si applicano alle banche e le proteggono da corse agli sportelli.

Ciò trova riflesso nella raccomandazione 10 dello IOSCO: «gli FCM che offrono un NAV stabile dovrebbero essere sottoposti a misure intese a ridurre i rischi specifici connessi a tale caratteristica e internalizzare i costi derivanti da detti rischi. Le autorità di regolamentazione dovrebbero richiedere, ove fattibile, il passaggio a un NAV fluttuante/variabile. In alternativa, occorrerebbe introdurre delle misure di salvaguardia per rafforzare la tenuta degli FCM con NAV stabile e accrescere la capacità degli stessi di fronteggiare significative richieste di rimborso». Nel documento di consultazione di novembre 2012 richiamato in precedenza, l'FSB aggiunge inoltre che — ove tale passaggio non sia fattibile — le misure di salvaguardia richieste «dovrebbero essere equivalenti sotto il profilo funzionale ai requisiti patrimoniali e di liquidità e agli altri requisiti prudenziali imposti alle banche per tutelarle da fenomeni di corsa ai depositi». La raccomandazione 4 dello IOSCO aggiunge inoltre che «gli FCM dovrebbero conformarsi al principio generale del *fair value* nel valutare i titoli in portafoglio. Il metodo del costo ammortizzato dovrebbe essere utilizzato solo in circostanze limitate».

Nel prendere in considerazione il passaggio dal CNAV al VNAV, occorrerebbe prestare grande attenzione agli andamenti internazionali correnti (cfr. sezione I.1). L'FSB ha previsto il completamento del suo pacchetto di raccomandazioni in materia di sistema bancario ombra per settembre 2013 (FSB, novembre 2012). Date le interconnessioni tra i mercati e la forte capacità di adattamento del sistema bancario ombra, si può affermare che le proposte concernenti tale sistema — di cui gli FCM fanno parte — dovrebbero essere articolate e che un approccio parziale o incompleto sarebbe rapidamente oggetto di forme di arbitraggio normativo. L'FSB ha dichiarato che, una volta elaborate le sue raccomandazioni finali, avrebbe lavorato sulle procedure intese ad assicurare l'adeguata attuazione delle varie raccomandazioni di *policy* per il sistema bancario ombra ma che non prevede ulteriori attività concernenti le raccomandazioni sugli FCM stessi.

In linea con la natura fondamentale del prodotto FCM, l'opzione di *policy* preferita consiste nel rafforzare le caratteristiche di investimento degli FCM e ridurre quelle che li rendono simili alle banche/ai depositi attraverso il passaggio obbligatorio dal CNAV al VNAV. La logica sottostante l'adozione di misure più stringenti rispetto a quelle proposte nella raccomandazione 10 dello IOSCO risiede nel minore incentivo per gli investitori a richiedere rimborsi, nella maggiore trasparenza dei prezzi e nella riduzione delle interconnessioni, come illustrato di seguito in maggiore dettaglio.

b) Riduzione dei rischi

Benché tutti i fondi con disallineamenti di scadenze o di liquidità siano esposti a episodi di fuga degli investitori, i CNAV presentano caratteristiche tali da segnalare una maggiore probabilità di ricerca del «vantaggio della prima mossa» da parte degli investitori in periodi di tensione nei mercati (cfr. sezione II.1). Il passaggio al VNAV riduce i rischi specifici connessi al CNAV e gli effetti di un evento creditizio. Il modello VNAV può **diminuire l'incentivo dei partecipanti a disinvestire** da un fondo nei casi in cui quest'ultimo subisce perdite modeste. Come delineato nella sezione II, perdite anche contenute possono innescare una corsa ai rimborsi delle quote di un FCM che potrebbe propagarsi ad altri fondi. Il vantaggio della prima mossa creato con il ricorso al metodo del costo ammortizzato e all'arrotondamento del NAV potrebbe essere ridimensionato introducendo l'obbligo del rimborso a un NAV che rifletta le perdite correnti, poiché questo ridurrebbe il trasferimento delle perdite ai partecipanti rimanenti.

L'abbandono del costo ammortizzato e dell'arrotondamento del NAV può altresì offrire agli investitori in FCM una maggiore **trasparenza sui prezzi** delle quote, che diventano liberi di oscillare come per qualunque altro OIC, e una migliore comprensione di questi fondi in termini di rischi intrinseci e differenze rispetto ai depositi. Può quindi moderare tra gli investitori le aspettative di invulnerabilità degli FCM alle perdite e ridimensionare il rischio di una corsa ai rimborsi quando tali aspettative vengono disattese. È più probabile che gli investitori si attendano — e di conseguenza accettino — oscillazioni periodiche dei prezzi, come avviene per gli altri prodotti di investimento, poiché in tale contesto un calo dei prezzi di mercato non costituirebbe necessariamente un segnale di imminente insolvenza degli emittenti dei titoli in portafoglio⁽¹⁾. Il VNAV può ridurre l'incertezza circa la qualità degli attivi detenuti dal fondo, poiché questa sarebbe di fatto riflessa nel NAV.

⁽¹⁾ Nell'estate del 2011, ad esempio, il valore degli FCM europei di tipo VNAV ha subito delle oscillazioni che hanno riflesso il mutare delle condizioni di mercato e l'aumento della volatilità. Ciò ha avuto uno scarso impatto sui rimborsi, a indicare che gli investitori accettano variazioni temporanee (anche negative) del NAV dei loro fondi.

Gli FCM che investono in titoli a scadenza molto breve aventi un rischio di credito e di tasso di interesse inferiore vedranno presumibilmente tradursi questo minor rischio in una variabilità più contenuta del NAV. La possibilità di affrontare le oscillazioni giornaliere di valore in diverse condizioni di mercato permetterà agli investitori di operare scelte maggiormente in linea con le loro preferenze in termini di rischio e rendimento.

Anche se il suddetto vantaggio della prima mossa può essere ridotto, è possibile che — seppur in misura inferiore — perduri l'incentivo a riscattare le proprie quote prima degli altri. Gli FCM non investono il 100 % del loro patrimonio in attivi liquidi su base giornaliera e potrebbero quindi, in circostanze estreme, non essere in grado di soddisfare le richieste di rimborso. Di conseguenza, in caso di rimborsi molto elevati, i partecipanti potrebbero essere ancora motivati a ritirarsi (come per qualsiasi fondo di investimento) poiché le successive richieste di riscatto potrebbero costringere il fondo a vendere attività meno liquide e pertanto esporlo a potenziali perdite. Le incertezze contabili, presenti anche nei fondi VNAV, possono altresì contribuire al rischio di fughe.

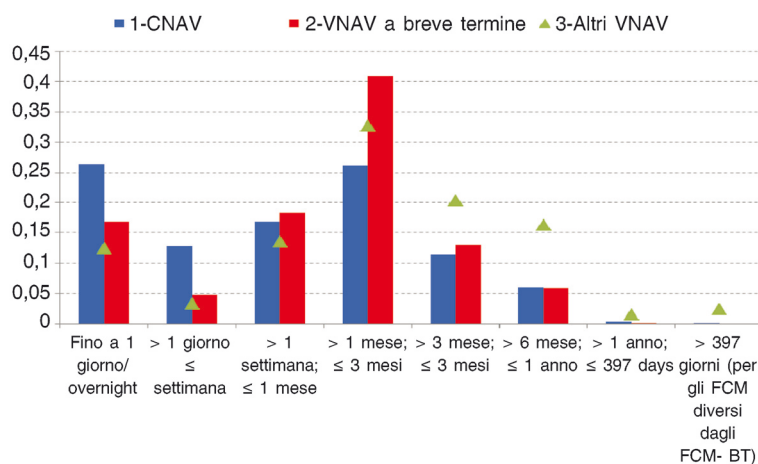
Per contenere ulteriormente tali rischi, con riferimento anche ai fondi VNAV, la presente raccomandazione si concentra sulla valutazione dei singoli strumenti. Gli FCM dovrebbero in generale fare in modo che gli attivi siano valutati in base ai prezzi di mercato correnti nei casi in cui questi ultimi sono disponibili, attendibili e aggiornati e in generale in base a modelli di valutazione fondati sulla curva dei rendimenti correnti e sullo *spread* dell'emittente negli altri casi.

La presente raccomandazione non comporta un divieto assoluto di ricorso al metodo del costo ammortizzato ma impone, ove si continui a utilizzarlo, l'adozione di robuste misure di salvaguardia per ridurre al minimo il rischio di anomalie nella fissazione dei prezzi. In linea con la raccomandazione dello IOSCO, la valutazione al costo ammortizzato dovrebbe essere usata solo quando si ritiene che permetta un'adeguata approssimazione del prezzo dello strumento.

Sarebbe opportuno attuare le restrizioni relative all'uso della valutazione al costo ammortizzato con riferimento alla vita residua dello strumento, poiché questo ridurrebbe considerevolmente il rischio di discrepanza tra il prezzo CNAV e il prezzo effettivo degli FCM. Lo IOSCO raccomanda un massimo di 90 giorni, anche se strumenti con una scadenza residua ancora inferiore possono comunque generare sensibilità al rischio di interesse e di credito. In tal senso è da notare che gli FCM europei (in particolare di tipo CNAV) detengono una percentuale elevata di attivi con vita residua inferiore a 90 giorni (cfr. figura 6). Negli Stati Uniti, la SEC (1977) permette ai fondi comuni di utilizzare la valutazione al costo ammortizzato solo per gli strumenti con scadenza residua inferiore o pari a 60 giorni e richiede comunque l'attuazione di misure di salvaguardia aggiuntive⁽¹⁾. Anche se tutte le limitazioni fossero applicate in modo cumulativo, l'applicazione del massimale di 90 giorni comporterebbe pertanto il rischio di un ampio ricorso al metodo del costo ammortizzato. Per un fondo CNAV, un'errata valutazione dei propri attivi che determini una variazione di prezzo anche solo dello 0,5 % può generare un incentivo alla fuga in quanto gli investitori potrebbero cercare di ottenere un rimborso alla pari prima che il fondo scenda sotto l'unità.

Figura 6

Profilo di scadenza degli attivi per tipologia di fondo (%)



Fonte: indagine del CERS.

Note: la categoria «Fino a 1 giorno» include altresì i depositi senza scadenza o con scadenza indeterminata. La copertura dei fondi CNAV è pari all'82 % del patrimonio gestito.

⁽¹⁾ La norma 2a-7 della SEC prevede al momento una deroga a questo principio generale per gli FCM, che possono utilizzare il metodo del costo ammortizzato e l'arrotondamento senza dover rispettare tale limite. Secondo l'FSOC (2012), il passaggio al VNAV richiederebbe la soppressione di questa deroga e imporrebbe di conseguenza agli FCM di valutare i rispettivi portafogli in base agli stessi principi applicati dagli altri fondi comuni, compreso il divieto di ricorso al costo ammortizzato in caso di vita residua superiore a 60 giorni e l'obbligo di soddisfare altre condizioni aggiuntive.

La raccomandazione B sui requisiti di liquidità riguarda anche i fondi VNAV ed è volta a ridurre ulteriormente il rischio di fuga. Occorre tuttavia riconoscere come tale rischio possa essere presumibilmente ridimensionato ma in ogni caso non completamente eliminato, in quanto gli FCM svolgono una funzione di trasformazione di scadenze.

Infine, la raccomandazione A può contribuire a fronteggiare il rischio sistemico collegato alle **interconnessioni** tra le società promotrici degli FCM: eventuali variazioni del VNAV potrebbero infatti moderare tra gli investitori le aspettative di un sostegno implicito e discrezionale delle rispettive società promotrici in quanto la struttura VNAV riduce l'incentivo di queste ultime a intervenire per stabilizzare il prezzo delle quote.

IV.2.2 Valutazione

a) Impatto possibile

Qualunque opzione di *policy* relativa agli FCM dovrebbe essere accuratamente valutata in termini di impatto potenziale sulla stabilità finanziaria e il funzionamento dei mercati. L'opzione più ampiamente discussa al momento sul piano internazionale è rappresentata dal passaggio obbligatorio degli FCM dal CNAV al VNAV. Dati i collegamenti internazionali creati dagli FCM, un allineamento degli interventi normativi a livello mondiale costituirebbe la soluzione ottimale. Tuttavia, al momento della pubblicazione del presente documento, non è dato di sapere se gli Stati Uniti (il più grande mercato del mondo per quanto concerne gli FCM) attueranno ulteriori riforme in ambito regolamentare nel prossimo futuro. Al tempo stesso, in Europa, le iniziative legislative intraprese riguardo al quadro di riferimento per gli OICVM potrebbero offrire l'opportunità di introdurre misure in grado di mitigare ulteriormente i rischi sistemici derivanti dagli FCM (cfr. sezione I).

L'introduzione (unilaterale) in Europa di un obbligo di passaggio al VNAV potrebbe da un lato avere conseguenze insignificanti per il settore europeo degli FCM, nell'ipotesi che gli investitori in FCM di tipo CNAV siano insensibili all'effettiva classificazione del fondo e più interessati alle attività sottostanti. Dall'altro, potrebbe dare origine a un repentino deflusso dai fondi CNAV europei verso giurisdizioni o prodotti alternativi. Ciò potrebbe avere un serio impatto sul prezzo e la disponibilità di finanziamenti a breve termine per i mutuatari europei, in particolare banche.

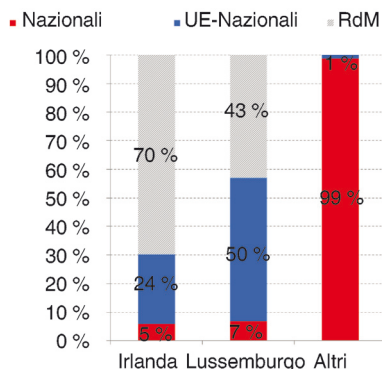
Alla tavola rotonda organizzata dal CERS con i soggetti interessati del settore privato, diversi operatori hanno fatto osservare che la probabilità di un calo della domanda è presumibilmente scarsa per gli investitori residenti nell'UE e maggiore per gli altri. Ciò vale in modo specifico per i residenti negli Stati Uniti, che trovano la struttura CNAV particolarmente appetibile e che potrebbero ridimensionare notevolmente la loro domanda ove non fosse prossimamente prevista o attuata una riforma analoga nel loro paese. Benché sia molto difficile valutare l'impatto di un passaggio unilaterale al VNAV in Europa, non da ultimo per le incertezze connesse al comportamento degli investitori, la sezione II offre una serie di dati utili quanto meno a fini indicativi.

I fondi CNAV presentano un'esposizione sostanziale verso le IFM non appartenenti all'UE (161 miliardi di EUR complessivi, contro 146 miliardi investiti nelle IFM dell'Unione). Tale risultato è riconducibile in larga misura ai fondi irlandesi (128 miliardi di EUR, corrispondenti al 47 % del patrimonio gestito totale), che comunque presentano un'esposizione ampia anche verso le IFM degli altri Stati membri dell'UE (75 miliardi di EUR). Per quanto concerne il Lussemburgo, l'esposizione è maggiore verso le IFM dell'UE (58 miliardi) che nei confronti delle IFM non appartenenti all'Unione (33 miliardi). In questo caso, comunque, la copertura è inferiore e le cifre potrebbero sottostimare l'esposizione effettiva. Il finanziamento alle IFM europee, pari a 146 miliardi di EUR, potrebbe quindi risentire del passaggio obbligatorio al VNAV. È tuttavia probabile che parte di tali fondi resti investita nelle IFM residenti in Europa, ad esempio sotto forma di investimenti diretti in titoli emessi dalle banche europee o depositi bancari.

Esistono considerevoli incertezze in merito alla scomposizione geografica degli investitori in FCM, come mostrano le differenze tra le statistiche della BCE e quelle raccolte con l'indagine *ad hoc* condotta dal CERS (cfr. tavola 9, sezione III.3). I fondi CNAV sono per lo più basati in Irlanda e Lussemburgo e la tavola 49 nella sezione III.3 fornisce ragguagli sulla scomposizione geografica e settoriale della loro base di investitori (cfr. anche le figure 7 e 8).

Figura 7

Scomposizione geografica degli investitori in FCM (%)

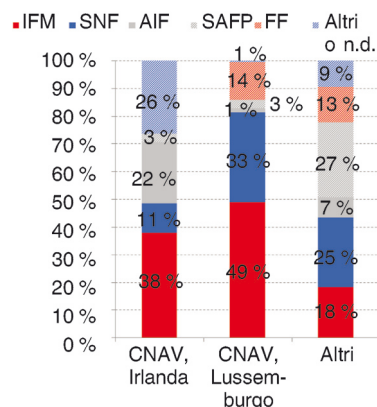


Fonte: indagine del CERS.

Nota: la categoria «Altri» include i fondi basati in Francia, Germania, Italia e Spagna. La copertura è pari al 100 % dell'indagine del CERS e a circa il 70 % del patrimonio totale gestito dagli FCM dell'UE.

Figura 8

Scomposizione settoriale degli investitori in FCM (%)



Fonte: indagine del CERS.

Nota: la categoria «Altri» include i fondi basati in Francia, Germania, Italia e Spagna e i fondi VNAV di Irlanda e Lussemburgo. La copertura è pari al 100 % dell'indagine del CERS e a circa il 70 % del patrimonio totale gestito dagli FCM dell'UE.

I risultati dell'indagine condotta dal CERS mostrano che i non residenti nell'UE costituiscono il 70 % (202 miliardi di EUR) degli investitori negli FCM irlandesi (cfr. figura 7). Le statistiche della BCE, che coprono l'intera popolazione degli FCM, collocano invece tale quota all'82 % (253 miliardi di EUR). Non è tuttavia plausibile che gli investitori del Regno Unito e degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro rappresentino nell'insieme appena 51 miliardi di EUR (la differenza tra le due cifre) mentre i fondi irlandesi denominati in sterline britanniche gestiscono un patrimonio totale di circa 134 miliardi di EUR. Il dato effettivo, benché non disponibile, potrebbe essere considerato compreso entro un intervallo il cui limite superiore è costituito dalla cifra ottenuta con l'indagine del CERS (202 miliardi) e quello inferiore può essere calcolato a partire dalle statistiche della BCE come la differenza tra il totale riferito al «Resto del mondo» (RdM) e il totale dei fondi denominati in sterline britanniche (119 miliardi di EUR, vale a dire 253 meno 134 miliardi). Tutto considerato, la quota degli investitori dell'RdM in Irlanda potrebbe pertanto essere compresa tra 119 e 202 miliardi di EUR. Secondo l'indagine, tali soggetti investono principalmente in fondi CNAV (84 %).

Per quanto concerne il Lussemburgo, le statistiche raccolte con l'indagine intendevano offrire una copertura della base di investitori negli FCM solo parziale e corrispondente a circa il 74 % dei fondi totali investiti. Esse mostrano come l'RdM (vale a dire, il settore esterno all'UE) rappresenti circa 79 miliardi di EUR, corrispondenti al 43 % della base di investitori totale. La cifra equivalente contenuta nelle statistiche della BCE, che tuttavia include gli investitori britannici, è di 152 miliardi di EUR (61 % del totale). Anche al netto dei fondi lussemburghesi denominati in sterline britanniche (equivalenti a circa 20 miliardi di EUR), l'intervallo compreso tra i due dati (79 e 132 miliardi di EUR) rimane piuttosto ampio.

Con riferimento ai fondi CNAV, le uniche statistiche disponibili provengono dall'indagine del CERS. Essa mostra come 257 miliardi di EUR — pari al 62 % della base totale investita — siano riconducibili a soggetti non residenti nell'UE, anche se l'incertezza in merito all'origine degli investitori induce a ritenere probabile che la cifra sia sovrastimata.

L'indagine del CERS colloca quindi a 257 miliardi di EUR (corrispondenti al 25 % del totale) la domanda potenziale di investimento da parte di non residenti nell'UE, che potrebbero essere nello specifico richiamati dalla caratteristica del NAV costante, ma la scomposizione geografica della base di investitori non permette purtroppo di distinguere la quota riconducibile ai residenti negli Stati Uniti. L'eventuale ritiro di questi investitori come conseguenza del passaggio al VNAV influirebbe quindi, in potenza, su un quarto del patrimonio gestito dagli FCM europei e questo potrebbe incidere anche sul finanziamento delle IFM. Tuttavia, poiché i fondi CNAV investono in larga parte al di fuori dell'UE (cfr. tavola 4, sezione III.2), l'impatto sulle IFM europee potrebbe essere più limitato. È inoltre probabile che la quota di investitori non residenti nell'UE sia considerevolmente sovrastimata nell'indagine. Statistiche dell'IMMFA mostrano come il 10 % (circa 40 miliardi di EUR) sia riconducibile a investitori statunitensi; l'impatto diretto di un loro ritiro sarebbe quindi piuttosto ridotto.

b) Disposizioni transitorie

Diversi motivi inducono a ritenere necessaria l'adozione di misure transitorie per il passaggio obbligatorio al VNAV. Il primo riguarda le possibili difficoltà operative per i gestori e gli investitori, in quanto la conversione potrebbe richiedere una ristrutturazione dei sistemi informatici e di *back office*. Il secondo concerne gli elevati rimborsi che potrebbero essere richiesti dagli investitori interessati a evitare perdite potenziali ove il CNAV corrente risultasse diverso dal VNAV «reale». Si raccomanda quindi di assicurare agli FCM esistenti un periodo di transizione sufficientemente lungo, nel quale potranno mantenere il CNAV mentre introducono gli adeguamenti necessari per il passaggio. Il periodo transitorio per i fondi CNAV esistenti potrebbe essere di almeno due anni dalla pubblicazione finale delle regole applicabili. È inoltre opportuno che gli FCM annuncino il passaggio al VNAV e ne spieghino attentamente gli effetti, ben prima della realizzazione effettiva. Il periodo transitorio proposto dovrebbe essere altresì sufficiente a permettere agli investitori di tener conto anche delle eventuali riforme degli FCM che potrebbero essere attuate negli Stati Uniti, contribuendo quindi a mitigare i timori di *front-running*.

c) La possibile alternativa dei requisiti patrimoniali

Logica

Ove il passaggio al VNAV non sia fattibile, l'FSB (novembre 2012) propone in alternativa l'applicazione di requisiti aventi lo stesso effetto della regolamentazione prudenziale per il settore bancario. In assenza di norme europee che richiedano il passaggio obbligatorio di tutti gli FCM dal CNAV al VNAV, si applicherebbero rigorose misure di salvaguardia — anche in termini di requisiti patrimoniali — in linea con la legislazione bancaria.

La parte che segue si concentra sui requisiti patrimoniali. La logica sottostante l'applicazione di regole formali risiede nel fatto che, dal punto di vista concettuale, esistono dei parallelismi tra i fondi CNAV e i depositi bancari (protetti dai vincoli patrimoniali imposti alle banche). L'applicazione di detti requisiti ai fondi CNAV è intesa ad accrescere la capacità di questi ultimi di sostenere le perdite potenzialmente connesse ai casi di insolvenza o di vendita di attività per soddisfare richieste di rimborso che minacciano la stabilità del valore unitario delle quote. Ciò può mitigare il rischio sistemico connesso a tali fondi, in quanto ridurrebbe il vantaggio della prima mossa e la motivazione degli investitori a chiedere il rimborso delle quote in periodi di tensione fintanto che le perdite attese sono inferiori alle dimensioni delle riserve patrimoniali ⁽¹⁾.

Oltre ai requisiti patrimoniali, si potrebbe chiedere agli FCM di tipo CNAV di ottenere una licenza per l'esercizio di un'attività bancaria limitata (cfr. Parlamento europeo, 2012). In questo modo i fondi CNAV sarebbero assoggettati a una normativa prudenziale di tipo bancario, specie in materia patrimoniale, e potrebbero altresì beneficiare — proprio come le banche — dell'assicurazione sui depositi e della liquidità offerta dalla banca centrale.

Modelli possibili

A livello internazionale vengono discussi due possibili modelli per i requisiti patrimoniali: 1) la costituzione di una riserva patrimoniale finanziata dagli investitori; e 2) l'osservanza di regole di adeguatezza patrimoniale da parte del gestore. Entrambi i modelli sono di seguito esaminati in maggiore dettaglio.

1) Costituzione di una riserva patrimoniale finanziata dal mercato

Questa prima opzione consiste nel chiedere all'FCM di costituire una riserva patrimoniale a livello di fondo trattenendo una parte dei proventi dello stesso come potenziale presidio contro le perdite. La legislazione potrebbe stabilire un livello minimo per la riserva, raggiunto il quale il fondo potrebbe interrompere gli accantonamenti. Il concetto presenta tuttavia diversi svantaggi (cfr. IOSCO, ottobre 2012).

⁽¹⁾ Cfr. ad esempio Gordon e Gandia (2012), Squam Lake Group (2011) e FSOC (2012).

Una riserva sufficientemente abbondante richiederebbe del tempo per essere accumulata e sarebbe quindi di scarsa utilità nel periodo di transizione. Una più ridotta richiederebbe tempi di accumulo inferiori, ma fornirebbe un minore giovamento e potrebbe persino indurre a ritenere erroneamente che la protezione dell'investitore contro il rischio di perdite sia maggiore di quella effettiva, con la conseguenza di un possibile aumento del rischio sistemico. Inoltre, nell'attuale contesto di tassi di interesse bassi, sarebbe altresì molto difficile accumulare una riserva cospicua.

L'accumulo della riserva potrebbe altresì determinare un trasferimento di benefici dagli investitori presenti, che contribuiscono alla sua costituzione, a quelli futuri, che potrebbero successivamente trarne vantaggio.

Poiché la riserva esercita un effetto di riduzione diretto sul rendimento offerto dal fondo, può determinarsi un calo di attrattiva dell'investimento in FCM e una flessione della domanda da parte degli investitori. Il possibile ritiro di alcuni fondi dal mercato con lo scopo di evitare la costituzione della riserva ridurrebbe le dimensioni del settore e la disponibilità di un'importante fonte di finanziamento a breve termine per le IFM.

Infine, poiché la riserva sarebbe costituita dagli investitori, i gestori/le società promotrici non vi avrebbero una partecipazione finanziaria e potrebbero quindi risultare meno incentivati a gestire il rischio in modo prudente.

2) Osservanza di regole patrimoniali/Offerta di una garanzia esplicita da parte della società promotrice

Questa seconda opzione imporrebbe ai gestori/alle società promotrici di FCM di impegnarsi esplicitamente a fornire il sostegno finanziario che viene spesso ipotizzato implicitamente. Ciò renderebbe obbligatorio (e non più discrezionale) l'intervento su cui hanno spesso fatto affidamento gli FCM e costringerebbe la società promotrice/il gestore a internalizzare il relativo costo. Tale impegno esplicito è ragionevole poiché, come illustrato nella sezione II.2, la natura discrezionale del sostegno offerto dalla società promotrice costituisce una fonte di rischio sistemico connessa agli FCM.

I gestori di FCM, o più in generale le società promotrici, potrebbero essere chiamati a costituire e finanziare un conto vincolato che assorba le perdite del fondo. Il capitale resterebbe all'esterno dell'FCM sotto forma di patrimonio di proprietà della società promotrice/del garante e non costituirebbe una passività del fondo. Gli investitori fornirebbero un contributo indiretto in termini, ad esempio, di maggiori costi/commissioni e questo potrebbe ridurre la domanda. In alternativa, il gestore/la società promotrice potrebbero altresì fornire una garanzia esplicita a condizione che siano costituiti come soggetto regolamentato e sottoposto alla normativa vigente in materia di requisiti patrimoniali a fini prudenziali.

Dimensioni

Un requisito/una riserva patrimoniale dovrebbero essere sufficientemente elevati da offrire una protezione sostanziale contro le perdite e quindi ridurre in modo efficace il rischio di fuga degli investitori. Altrimenti, in un fondo che fosse considerato a rischio di perdite superiori alla sua riserva o che destasse incertezze quanto alla capacità del garante di fornire un sostegno, si verrebbero a creare analoghi incentivi alla richiesta di rimborsi. Il requisito patrimoniale per la garanzia esplicita fornita dalla società promotrice, specificamente in caso di mantenimento del modello CNAV, dovrebbe essere coerente con quelli imposti per legge alle banche.

Lo **Squam Lake Group** (2011) suggerisce che, nel definire le dimensioni della riserva richiesta, si consideri il livello del sostegno fornito in passato dalle società promotrici per evitare ai fondi CNAV di scendere al di sotto dell'unità. Ad esempio, nelle due giornate successive al fallimento di Lehman Brothers — quando il Reserve Primary Fund ha comunicato un prezzo minimo della propria quota pari a 97 centesimi — sarebbe stata necessaria una riserva di almeno 0,03 dollari statunitensi per quota.

L'**FSOC** (2012) propone una riserva adeguata alla rischiosità degli attivi del fondo con: 1) nessun obbligo di riserva per le disponibilità liquide, i titoli del Tesoro e i pronti contro termine del Tesoro (pronti contro termine garantiti esclusivamente da disponibilità liquide e titoli del Tesoro); 2) obbligo di riserva dello 0,75 % per gli altri attivi con liquidità giornaliera (o settimanale, nel caso dei fondi esenti da imposta); 3) obbligo di riserva dell'1,00 % per tutti gli altri attivi. La riserva è superiore agli attivi necessari a stabilizzare il prezzo delle quote dei fondi CNAV. L'FSOC segnala inoltre come l'esperienza insegna che gli FCM, pur investendo di norma in titoli a minor rischio, possono registrare perdite superiori all'1 % richiamato in precedenza come livello della riserva e propone di conseguenza l'ulteriore opzione di portare la riserva fino al 3 % (ancora una volta, a seconda della composizione degli attivi). Le proposte dell'FSOC includono altresì il concetto di «saldo minimo a rischio», costituito dalla porzione di saldo dell'investitore che sarebbe rimborsabile con un determinato ritardo.

Lo **IOSCO** utilizza ad esempio un minimo di 50 punti base per la riserva patrimoniale con lo scopo di coprire la differenza tra il valore di mercato e il valore nominale. Una riserva di queste dimensioni non sarebbe tuttavia equivalente sotto il profilo funzionale ai requisiti patrimoniali imposti alle banche, come invece richiesto dall'**FSB** (novembre 2012). Lo **schema patrimoniale di Basilea 3** richiede alle banche un patrimonio sufficiente a soddisfare sia il requisito basato

sul rischio sia il requisito di leva finanziaria e quest'ultimo impone che il patrimonio di una banca sia pari ad almeno il 3 % dei suoi attivi (cfr. Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria 2010, paragrafo 153). Il consolidamento degli attivi di un FCM nello stato patrimoniale della banca garante comporta di conseguenza un requisito patrimoniale corrispondente al 3 % del NAV del fondo. Pertanto, per assicurare l'allineamento con la normativa prudenziale applicabile al settore bancario, occorrerebbe considerare in generale una riserva patrimoniale del 3 %. Ciò dovrebbe applicarsi a prescindere dal fatto che l'impegno patrimoniale sia fornito dalle banche o, se consentito, dal gestore o da un terzo. Occorre tuttavia rilevare che l'indice di leva del 3 % proposto dal Comitato di Basilea resterà in una fase di sperimentazione tra gennaio 2013 e lo stesso mese del 2017 e che potrebbe essere successivamente oggetto di ulteriori calibrazioni.

Rischi

L'imposizione di requisiti patrimoniali presenta diversi rischi. Il primo è rappresentato dalle possibili **implicazioni significative per il patrimonio** dei gestori/delle società promotrici. Prendendo come riferimento lo schema patrimoniale di Basilea 3, il requisito potrebbe — come indicato in precedenza — essere fissato in misura almeno pari al 3 % del NAV dell'FCM. Stime fornite da membri del CERS mostrano come, per alcune banche europee, la costituzione di una riserva patrimoniale del 3 % su tutti gli attivi degli FCM di tipo CNAV gestiti all'interno del gruppo bancario potrebbe costare fino a mezzo punto percentuale del loro *common equity* (sempre che questa riserva costituisca contabilmente un attivo per la banca promotrice e sia interamente dedotta dai mezzi propri della stessa).

Inoltre, l'imposizione di un impegno esplicito potrebbe **accrescere le interconnessioni** all'interno del sistema finanziario (soprattutto con il settore bancario), specie se società promotrici di maggiore importanza sistemica risultano avere una migliore capacità di finanziamento del capitale. Si potrebbe d'altro canto controbattere che l'introduzione di requisiti patrimoniali non fa aumentare le interconnessioni ma semplicemente la trasparenza di quelle già create dalle relazioni di sostegno implicito e che questo aiuterebbe chi investe sia in banche sia in FCM a meglio comprendere i rischi connessi. Tuttavia, il settore degli FCM di tipo CNAV in Europa risulta già notevolmente **concentrato** (cfr. sezione III.4) e l'introduzione di requisiti patrimoniali per tali fondi o per le rispettive società promotrici accrescerebbe probabilmente la concentrazione del settore e di conseguenza del rischio.

Poiché è verosimile che gli investitori contribuiscano ai requisiti/alle riserve patrimoniali, almeno indirettamente attraverso un aumento dei costi/delle commissioni, una possibile conseguenza potrebbe essere costituita anche dalla **diminuzione della domanda da parte degli investitori**. Quanto al potenziale impatto sulla provvista bancaria, occorre ricordare che il finanziamento degli FCM europei di tipo CNAV alle IFM europee ammonta a circa 146 miliardi di EUR.

Anche se gli impegni espliciti sono da preferire a quelli impliciti per motivi di stabilità e trasparenza, il passaggio dal CNAV al VNAV sembra preferibile all'adozione di requisiti patrimoniali espliciti come prima soluzione ottimale. Le riserve patrimoniali non sono in linea con la caratteristica fondamentale dei fondi di investimento, nei quali il rischio di investimento è sostenuto dagli investitori, e possono inoltre **rendere ancora più difficile distinguere i fondi dalle banche**.

IV.3 Raccomandazione B — Requisiti di liquidità

Si raccomanda alla Commissione di assicurare che la normativa pertinente dell'Unione:

- 1. integri i requisiti di liquidità esistenti per gli FCM imponendo livelli minimi espliciti su base giornaliera e settimanale per gli attivi liquidi che gli FCM devono detenere;*
- 2. accresca la responsabilità dei gestori dei fondi nel monitoraggio del rischio di liquidità;*
- 3. garantisca che le autorità nazionali di vigilanza e i gestori dei fondi dispongano di strumenti efficaci, quali ad esempio la sospensione temporanea dei rimborsi, per fronteggiare i vincoli di liquidità in periodi di tensione derivante da andamenti sia specifici del fondo sia del mercato.*

IV.3.1. Considerazioni economiche

a) Migliorare la robustezza degli FCM

La raccomandazione B del CERS segue le raccomandazioni dello IOSCO in materia di gestione della liquidità e in particolare la numero 7, che recita: «i fondi del mercato monetario dovrebbero detenere un quantitativo minimo di attività liquide per rafforzare la loro capacità di fronteggiare le richieste di rimborso ed evitare vendite forzate».

Nel contesto dell'UE, come spiegato in precedenza (cfr. sezione I.2), il quadro giuridico europeo per la gestione del rischio di liquidità è già solido. Tra le disposizioni vigenti si annovera il principio generale di cui all'articolo 1 della direttiva sugli OICVM, che impone a tali organismi di rimborsare le quote su richiesta dei detentori. Nel caso degli FCM, le linee guida del CESR/ESMA affermano che tali fondi dovrebbero assicurare agli investitori la liquidità su base giornaliera e gestire di conseguenza la loro liquidità. Esse definiscono altresì i limiti in termini di vita media ponderata e scadenza media ponderata che vincolano la gestione della liquidità e costringono i gestori a detenere attivi liquidi.

Tuttavia, contrariamente a quanto avviene in altre giurisdizioni (e in particolare in quella statunitense), le norme dell'UE non definiscono in modo esplicito la percentuale minima di attivi liquidi che deve essere detenuta dagli FCM. In questo senso è opportuno rilevare come il Parlamento europeo (2012) abbia invitato la Commissione a studiare la possibilità di introdurre disposizioni specifiche in materia definendo per gli FCM dei requisiti minimi di liquidità su base *overnight*, settimanale e mensile ⁽¹⁾.

Le attività liquide aiutano gli FCM a soddisfare le richieste di rimborso e ad evitare sia la vendita forzata di attivi in perdita sia effetti di contagio per altri fondi che detengono strumenti simili. Si raccomanda quindi di aggiungere al quadro normativo dell'UE un requisito minimo esplicito per la liquidità su base giornaliera e settimanale, la cui introduzione presenta i benefici principali indicati in appresso:

- a) rifletterà l'importanza del ruolo svolto dagli attivi liquidi nel permettere agli FCM di **soddisfare richieste di rimborso potenzialmente elevate** da parte degli investitori e fronteggiare i periodi di volatilità nel mercato: l'esperienza dell'estate 2011, quando gli FCM statunitensi sono riusciti a far fronte a richieste significative di rimborsi, costituisce un esempio in questo senso ⁽²⁾;
- b) fornirà una **base armonizzata per le prassi in materia di gestione della liquidità** degli FCM di tutta Europa e contribuirà ad accrescere la fiducia degli investitori: il codice di condotta dell'IMMFA e le metodologie seguite dalle agenzie di *rating* definiscono al momento soglie e requisiti diversi al riguardo (cfr. riquadro 1); per contro, come indicato in precedenza, la normativa statunitense stabilisce soglie specifiche per la liquidità giornaliera e settimanale;
- c) assicurerà il **mantenimento di un approccio prudente alla gestione della liquidità nel tempo** da parte degli FCM, la cui liquidità è aumentata dopo la crisi finanziaria del 2008 e la crescente avversione al rischio nel contesto della crisi del debito sovrano nell'UE e dell'elevata volatilità del mercato. Esiste il rischio che, allo stabilizzarsi delle condizioni di mercato, gli FCM tornino a ridurre gli attivi liquidi in portafoglio a favore di strumenti più remunerativi con durata finanziaria superiore e che questo possa incidere negativamente sulla loro posizione di liquidità;
- d) l'introduzione di percentuali esplicite dovrebbe essere considerata un elemento di una gestione prudente del rischio di liquidità (come definito ad esempio all'articolo 51 della direttiva sugli OICVM), nel cui ambito la società di gestione resta pienamente responsabile della gestione della propria liquidità.

Riquadro 1

Approcci alle riserve di liquidità

IMMFA — I fondi IMMFA devono investire almeno il 10 % degli attivi netti in strumenti che giungono a scadenza nella giornata operativa successiva e almeno il 20 % in prodotti che scadono entro cinque giornate operative. A tal fine, i membri possono determinare il trattamento delle eventuali obbligazioni sovrane tenendo conto della liquidità di ciascun investimento invece che della sua scadenza finale.

Fitch — La liquidità giornaliera viene definita come: disponibilità liquide depositate presso un istituto con un *rating* di almeno «A» e/o «F1» o equivalente; contratti *overnight* di acquisto a pronti con patto di vendita a termine; quote di FCM con un *rating* «AAAmmf» di Fitch o equivalente; titoli aventi scadenza entro una giornata operativa o una caratteristica di esigibilità a richiesta, fornita da un soggetto con un *rating* adeguato, esercitabile dal detentore della *note* con pagamento al fondo entro una giornata operativa; obbligazioni dirette emesse da amministrazioni pubbliche con un *rating* elevato che beneficiano di una notevole liquidità di mercato, sempre che l'emissione sia denominata nella valuta base del portafoglio e abbia vita residua inferiore o pari a 397 giorni. La liquidità settimanale è definita, oltre che in termini di tutte le fattispecie delineate in precedenza, come: strumenti aventi scadenza entro cinque giornate operative o una caratteristica di esigibilità a richiesta, fornita da un soggetto che presenti un *rating* adeguato, esercitabile dal detentore della *note* con pagamento al fondo entro cinque giornate operative; titoli collocati da agenzie sovranazionali o nazionali con un *rating* elevato che beneficiano di una considerevole liquidità di mercato e hanno vita residua inferiore o pari a 95 giorni.

Moody's — La valutazione di Moody's della liquidità include sia la struttura per scadenze sia la qualità degli attivi, oltre che l'esposizione al rischio di ingenti rimborsi imprevisti. Moody's valuta la misura in cui un fondo ha investito in strumenti liquidi, in particolare titoli pubblici con un *rating* di Aaa e le relative scadenze, oltre che altri attivi liquidi quali gli strumenti con scadenza inferiore a sette giorni.

SEC — Per quanto concerne gli FCM statunitensi, almeno il 10 % degli attivi deve essere costituito da liquidità *overnight* e il 30 % da titoli con vita residua inferiore o pari a una settimana. La liquidità giornaliera è definita come: disponibilità liquide, titoli del Tesoro statunitense e titoli convertibili in contante entro una giornata operativa. La liquidità

⁽¹⁾ Il Parlamento europeo (2012) ha altresì invitato la Commissione ad addebitare commissioni di liquidità al raggiungimento di un livello limite che comporti altresì un obbligo di informazione diretta all'autorità di vigilanza competente e all'ESMA.

⁽²⁾ Secondo l'FSOC (2012), nelle otto settimane terminanti il 3 agosto 2011 gli FCM istituzionali di tipo *prime* hanno registrato deflussi netti per 179 miliardi di dollari statunitensi (pari al 16% degli attivi).

settimanale include: disponibilità liquide, titoli del Tesoro statunitense, *discount notes* delle agenzie con scadenza residua inferiore o pari a 60 giorni e titoli convertibili in contante (per scadenza o possibilità di esercizio di una *put*) entro cinque giornate operative.

Note: solo estratti. Per maggiori dettagli, cfr. le norme e le metodologie applicabili.

Nel definire l'entità e la composizione della riserva di attivi liquidi, occorrerebbe tenere conto degli elementi elencati di seguito.

- a) Esiste una **correlazione inversa** tra l'entità della riserva richiesta e le tipologie di attività che possono essere considerate idonee ai fini della sua costituzione, come mostrano le diverse metodologie attualmente applicate in Europa e le differenti statistiche segnalate dagli FCM sulle loro disponibilità di attivi liquidi. Di fatto, quanto più cresce la riserva richiesta tanto meno facile diventa soddisfare il requisito con attivi di qualità elevata.
- b) È necessario definire le **attività liquide su base sia giornaliera sia settimanale**. La liquidità giornaliera è importante, poiché le richieste di rimborso possono essere molto repentine⁽¹⁾. Anche la liquidità settimanale accresce la robustezza del fondo e la capacità dello stesso di gestire rimborsi ingenti, estendendo al tempo stesso il novero degli strumenti considerati idonei.
- c) La definizione di attivi liquidi (escluso il contante) dovrebbe considerare in primo luogo la **vita residua**, in modo da ridurre la dipendenza degli FCM dalla liquidità nel mercato secondario. Gli strumenti definiti come liquidi su base giornaliera e settimanale dovrebbero pertanto giungere a scadenza rispettivamente entro una e cinque giornate operative. Questa definizione basata sulla vita residua presenta il merito di non richiedere la formulazione di ipotesi sulla liquidità di mercato di determinati strumenti, poiché gli attivi liquidi possono diventare illiquidi in caso di tensione nei mercati. Essa si discosta da quella adottata negli Stati Uniti, che include i titoli del Tesoro e delle agenzie governative per riflettere le specificità locali e le dimensioni del mercato statunitense delle obbligazioni pubbliche.
- d) La riserva dovrebbe essere stabilita alla luce dei rischi connessi alle **possibili scadenze opzionali degli attivi**. Tali opzioni possono basarsi su parametri diversi, comprendenti tecniche che comportano un'esposizione al rischio di controparte. Costituiscono degli esempi in questo senso gli strumenti *puttable* (come le obbligazioni *puttable*), *cancellable* (per esempio, con opzioni cancellabili) e *callable* (come i pronti contro termine *re-callable*). Dette caratteristiche possono creare effetti di contagio e indebolire la posizione di liquidità complessiva dei fondi, soprattutto in periodi di tensione nei mercati.
- e) Occorre altresì considerare gli **altri effetti di interconnessione**, in particolare con il settore bancario, che potrebbero influire sulla disponibilità degli attivi idonei ai fini della costituzione delle riserve di liquidità.

b) Rafforzare la gestione del rischio di liquidità

Le soglie da definire dovrebbero essere viste come livelli minimi. I gestori dovrebbero quindi adeguare le disponibilità di attivi liquidi sia al loro profilo sia alla loro base di investitori (considerandone ad esempio la tipologia, le scelte in materia di rimborsi e il grado di concentrazione), oltre che alle condizioni di mercato.

Nel quadro di un approccio robusto e ottimale alla gestione della liquidità, i gestori dovrebbero condurre prove periodiche di stress fondate su molteplici scenari sfavorevoli (specifici sia del fondo sia del mercato) che influiscono sul loro profilo di liquidità, in linea con la raccomandazione 8 dello IOSCO. Gli FCM dovrebbero altresì dotarsi di piani di emergenza intesi a gestire i periodi di tensione.

Come indicato nella raccomandazione 6 dello IOSCO, un importante ambito di attenzione è costituito dai partecipanti al fondo. Ciò assume una valenza particolare per l'UE, dove questi ultimi sono per lo più costituiti da investitori istituzionali che di norma presentano una maggiore probabilità di attuazione di comportamenti di fuga. È stato in precedenza specificato (cfr. sezione III.3) che dall'indagine del CERS emerge una relativa incertezza circa la base di investitori dei fondi. Riscontri aneddotici tendono altresì a segnalare il ruolo crescente svolto in Europa dalle piattaforme, che rende più difficile per i gestori «conoscere» i partecipanti al fondo e che andrebbe valutato in termini delle sue possibili implicazioni. Si potrebbe inoltre chiedere agli FCM di raccogliere informazioni sui rispettivi beneficiari finali, come previsto nelle proposte di raccomandazione dell'FSOC concernenti gli FCM negli Stati Uniti⁽²⁾.

⁽¹⁾ Nel caso del Reserve Primary Fund, gli investitori hanno richiesto rimborsi per circa 40 miliardi di dollari statunitensi in due giorni e il 15 % degli attivi degli FCM *prime* è stato rimborsato in una settimana.

⁽²⁾ Le proposte di raccomandazione pubblicate a novembre 2012 riguardano la possibilità di imporre ai gestori dei fondi ulteriori obblighi in termini di conoscenza dei rispettivi investitori.

c) La gestione della liquidità in periodi di tensione

Anche in caso di approccio prudente alla gestione del rischio di liquidità da parte dei gestori, gli FCM potrebbero trovarsi a fronteggiare condizioni di mercato estremamente tese e/o richieste di ingenti rimborsi risultanti da andamenti specifici sia del fondo sia del mercato. A questo proposito la raccomandazione 9 dello IOSCO afferma che «i fondi del mercato monetario dovrebbero disporre degli strumenti necessari a fronteggiare condizioni di mercato straordinarie e sostanziali pressioni dal lato dei rimborsi». Tali strumenti possono attenuare dette pressioni e quindi evitare fughe o altri comportamenti gregari tra gli investitori di un determinato fondo o gruppo di fondi. Lo IOSCO rileva altresì che «per evitare effetti di contagio, le giurisdizioni potrebbero altresì prendere in considerazione la possibilità di conferire alle autorità di regolamentazione le competenze necessarie a richiedere il ricorso a tali strumenti quando le circostanze eccezionali di uno o più FCM rischiano di presentare delle implicazioni per il sistema finanziario più in generale».

Nel quadro regolamentare dell'UE, sia la direttiva sugli OICVM sia quella sui fondi di investimento alternativi (FIA) includono disposizioni connesse alla sospensione temporanea.

- L'articolo 45, paragrafo 2, della **direttiva OICVM** indica che gli Stati membri possono autorizzare le rispettive autorità competenti a imporre o autorizzare la sospensione temporanea della sottoscrizione, del riacquisto o del rimborso di quote, purché una tale sospensione sia giustificata dalla tutela dei detentori di quote o dall'interesse pubblico. L'articolo 84, paragrafo 2, della medesima direttiva afferma che un fondo può sospendere provvisoriamente il riacquisto o il rimborso delle proprie quote in casi eccezionali, quando le circostanze lo richiedano e quando la sospensione sia giustificata, tenuto conto degli interessi dei detentori di quote.
- L'articolo 46, paragrafo 2, della **direttiva FIA** afferma che le autorità competenti hanno il potere di «ordinare la sospensione dell'emissione, del riacquisto o del rimborso delle quote nell'interesse dei detentori di quote o del pubblico». Non esistono tuttavia disposizioni specifiche a livello di fondo. L'articolo 23, paragrafo 1, lettera h), della medesima direttiva impone inoltre di fornire una descrizione della gestione del rischio di liquidità del FIA, inclusi i diritti di rimborso in circostanze normali e in circostanze eccezionali.

Il quadro appena descritto differisce da quello vigente negli Stati Uniti, dove la sospensione dei rimborsi deve essere necessariamente seguita dalla liquidazione del fondo ⁽¹⁾. Una sospensione temporanea costituisce probabilmente la risposta più appropriata in circostanze eccezionali, quando i fondi sono sottoposti a pressioni significative dal lato dei rimborsi. Il quadro di riferimento dell'UE dovrebbe essere di conseguenza modificato in modo da offrire tale possibilità, attualmente già prevista dalla direttiva OICVM ⁽²⁾, anche ai fondi non coperti da quest'ultima. Come già consentito dalle norme vigenti dell'UE applicabili sia ai fondi OICVM sia agli altri fondi, la sospensione temporanea dei rimborsi può essere altresì richiesta dalle autorità competenti nell'interesse dei detentori di quote o del pubblico e questo è in linea con le raccomandazioni dello IOSCO.

Oltre alle sospensioni temporanee, si potrebbe prendere in considerazione la possibilità di introdurre ulteriori strumenti straordinari per la gestione della liquidità da parte degli FCM definendo chiaramente le condizioni e le circostanze di utilizzo degli stessi e valutandone i benefici per la stabilità finanziaria. In particolare, come previsto nelle raccomandazioni dello IOSCO, si potrebbero approfondire i vantaggi offerti dal concetto di «gate» (in base al quale i fondi limitano entro una percentuale specificata gli importi rimborsabili in una determinata giornata).

Conformemente alle raccomandazioni dello IOSCO, gli investitori dovrebbero ricevere un'informativa adeguata riguardo alle procedure applicabili nei periodi di tensione e più in particolare dovrebbero essere resi edotti delle circostanze nelle quali tali procedure (ad esempio, di sospensione) potrebbero essere attivate. L'informativa non dovrebbe tuttavia includere dettagli in materia di attuazione e condizioni, in modo da evitare il vantaggio della prima mossa e la possibilità di fughe precauzionali. La comunicazione al pubblico delle procedure applicabili nei periodi di tensione è affrontata nella raccomandazione C, paragrafo 3, in appresso.

IV.3.2 Valutazione

L'introduzione di requisiti specifici in materia di attività liquide degli FCM è stata vista con generale favore dai partecipanti alla consultazione condotta dallo IOSCO nella primavera del 2012, i quali hanno in particolare sottolineato i benefici delle nuove disposizioni incluse nella norma statunitense 2a-7 per accrescere la robustezza dei fondi. Nel contesto dell'UE, i soggetti interpellati nell'Unione hanno rilevato come in Europa — a differenza di quanto avviene negli Stati Uniti — non esista un quadro armonizzato per la gestione della liquidità e si sono generalmente espressi a favore di un'iniziativa da parte delle autorità di regolamentazione.

Prima di valutare l'impatto potenziale derivante dall'introduzione di nuovi requisiti quantitativi per la gestione della liquidità, occorre esaminare la composizione attuale dei portafogli dei fondi in quanto le esigenze di riserva potrebbero accrescere la preferenza per attivi aventi scadenze le più brevi possibili e imporre ai gestori una modifica delle rispettive scelte di investimento. L'indagine del CERS mostra come una parte significativa dei portafogli degli FCM dell'UE sia già investita in attività che giungono a scadenza entro una giornata e una settimana, come specificato nella tavola 6 della sezione III.2 e nella figura 6. L'incidenza di queste attività liquide sul totale investito è maggiore per i fondi CNAV (rispettivamente 26 % e 11 % a giugno 2012), che detengono altresì una percentuale relativamente più elevata di contante

⁽¹⁾ La nuova norma 22e-3 della SEC adottata nel 2010 stabilisce che il consiglio di amministrazione di un FCM, previa notifica alla SEC, può sospendere i rimborsi e liquidare il fondo ove sia sceso o rischi di scendere al di sotto dell'unità.

⁽²⁾ Cfr. Commissione europea (2012), sezione 5, in cui vengono discussi gli strumenti straordinari per la gestione della liquidità.

(prossima al 7 % a giugno 2012). Il peso degli attivi liquidi su base giornaliera e settimanale è già relativamente significativo anche per gli FCM dell'UE diversi dai CNAV (circa il 17 % e il 5 % per i VNAV a breve termine e il 12 % e il 3 % per gli altri VNAV).

La serie di dati del CERS presenta alcuni limiti in quanto fornisce le informazioni su base aggregata per tutti gli FCM considerati nell'indagine — comunque non rappresentativa dell'intero mercato — e potrebbe nascondere delle differenze tra i singoli fondi. Inoltre, offre un'istantanea della situazione in un momento in cui l'avversione al rischio era elevata. I risultati sono tuttavia in linea con altre osservazioni delle autorità di vigilanza e delle agenzie di rating, oltre che con le informazioni fornite dai gestori di fondi in merito alla gestione della loro liquidità.

IV.4 Raccomandazione C — Informativa al pubblico

Si raccomanda alla Commissione di assicurare che la normativa pertinente dell'Unione:

- 1) **richieda agli FCM di fornire, anche nella documentazione commerciale, informazioni specifiche che richiamino l'attenzione degli investitori sull'assenza di una garanzia di capitale e sulla possibilità di perdite in conto capitale;**
- 2) **richieda agli FCM di includere nell'informativa al pubblico riferimenti alla possibilità di sostegno, capacità di sostegno o protezione da parte della società promotrice solo se tale sostegno o protezione è oggetto di un impegno irrevocabile assunto dalla società in questione, nel qual caso ciò dovrà essere riconosciuto nei conti della società e nei requisiti prudenziali ad essa applicabili;**
- 3) **richieda agli FCM di comunicare le prassi seguite in materia di valutazione, in particolare per quanto concerne il ricorso al costo ammortizzato, e di fornire agli investitori informazioni appropriate circa le procedure di rimborso applicabili in periodi di tensione.**

IV.4.1 Considerazioni economiche

Gli FCM vengono percepiti di norma come investimenti «sicuri» a rischio estremamente basso. Tale percezione può accrescere il rischio di fuga degli investitori se il fondo non risponde a queste aspettative. Una maggiore informativa al pubblico mira ad assicurare che gli investitori siano chiaramente consapevoli del fatto che gli FCM si caratterizzano come un prodotto di investimento, riducendo di conseguenza il suddetto rischio. Questo requisito di informativa è pienamente in linea con le raccomandazioni 13 e 14 dello IOSCO, anche se è più restrittivo in quanto consente di includere nell'informativa al pubblico riferimenti al sostegno o alla capacità di sostegno della società promotrice solo se quest'ultima ha assunto un impegno irrevocabile in tal senso.

Come delineato nella sezione II.2, l'aspettativa di un sostegno implicito e discrezionale da parte della società promotrice concorre all'instabilità del sistema. I portafogli e le politiche dei fondi in materia di rimborsi dovrebbero pertanto essere strutturati in modo tale da non prevedere alcun sostegno della società promotrice. In caso contrario l'intenzione di fare affidamento su tale sostegno deve essere esplicita, interamente internalizzata dal fornitore del sostegno e soggetta ai requisiti patrimoniali previsti dalle norme vigenti come indicato nella discussione sulla raccomandazione A.

La documentazione relativa al prodotto dovrebbe illustrare agli investitori le procedure esistenti in materia di valutazione degli strumenti e includere informazioni sul ricorso al metodo del costo ammortizzato, le ipotesi sottiacenti tale metodo e i rischi connessi. Inoltre, gli investitori dovrebbero essere portati a conoscenza delle procedure che potrebbero essere utilizzate in caso di tensioni significative nei mercati o di forti pressioni dal lato dei rimborsi e che potrebbero influire sulle possibilità di ottenere un rimborso (cfr. anche la raccomandazione B, al paragrafo 3). Tali dettagli circa le caratteristiche del prodotto dovrebbero permettere agli investitori di assumere decisioni bene informate e ridurre i casi di selezione avversa.

IV.4.2 Valutazione

Un'informazione adeguata in merito alle caratteristiche degli FCM dovrebbe ridurre il rischio sia di selezione avversa sia di fuga degli investitori e, di conseguenza, il rischio sistemico; dal punto di vista della protezione degli investitori, ciò risulta altresì essenziale per l'adozione di decisioni bene informate. Su base aggregata, gli FCM europei richiamano per lo più investitori istituzionali ed è molto probabile che questi ultimi siano già ben consapevoli dei rischi connessi a tali fondi. Il grado di consapevolezza è probabilmente molto inferiore tra gli investitori al dettaglio, che in alcuni Stati membri costituiscono una parte preponderante del totale e che sarebbero quindi i principali beneficiari di una migliore informativa. Una comunicazione adeguata aiuterebbe in particolare questo segmento a comprendere che gli FCM non sono esenti da rischi. Come conseguenza di una migliore informazione, alcuni investitori potrebbero preferire strumenti diversi dagli FCM per la gestione della loro liquidità. Nel caso degli investitori al dettaglio, l'alternativa sarà probabilmente costituita dai depositi bancari tradizionali e non da investimenti in altri prodotti del sistema bancario ombra. Infine, l'obbligo di limitare nell'informativa al pubblico i riferimenti al sostegno della società promotrice ai soli casi in cui quest'ultima ha assunto un impegno irrevocabile in tal senso accrescerà la trasparenza in merito alle interconnessioni nel sistema finanziario e ridurrà il rischio sistemico associato all'affidamento sul sostegno implicito e discrezionale della società promotrice.

Parte dell'informativa richiesta ai sensi di questa raccomandazione è già regolamentata da norme dell'UE (ad esempio, dalla direttiva sugli OICVM o dalle linee guida del CESR/ESMA del 2010), ma alcuni elementi dell'informativa o della documentazione potrebbero richiedere una revisione e questo comporterebbe ulteriori costi di conformità per gli FCM. Non si prevedono costi significativi per le autorità nazionali di vigilanza.

IV.5 Raccomandazione D — Segnalazione e condivisione delle informazioni

1. *Si raccomanda alla Commissione di assicurare che la normativa pertinente dell'Unione:*
 - a) *richieda agli FCM o ai loro gestori, oltre che alle società promotrici, di segnalare all'autorità nazionale di vigilanza competente tutti i casi di sostegno della società promotrice che potrebbero influire sul prezzo del fondo, fornendo nel contempo una descrizione completa della natura e dell'entità del sostegno in questione;*
 - b) *migliori la segnalazione periodica degli FCM;*
 - c) *garantisca che le autorità nazionali di vigilanza competenti, ove pertinente, condividano le informazioni di cui alle lettere a) e b) con le altre autorità nazionali di vigilanza dello stesso Stato membro o di altri Stati membri, le autorità europee di vigilanza, il SEBC e il CERS.*
2. *Si raccomanda alla Commissione di promuovere l'elaborazione di procedure di segnalazione armonizzate e di una serie di dati armonizzata come indicato nel paragrafo 1, lettera b), oltre che l'organizzazione dello scambio di informazioni di cui al paragrafo 1, lettera c).*

IV.5.1 Considerazioni economiche

Benché gli FCM di tipo VNAV non siano tenuti a mantenere il valore nominale e non siano sottoposti alle medesime pressioni dei fondi CNAV quanto al sostegno della società promotrice, è presumibile che abbiano comunque dovuto fronteggiare vincoli di liquidità e situazioni di prosciugamento della stessa nei mercati durante la crisi; di conseguenza, anch'essi potrebbero avere fatto affidamento sul sostegno del gestore o della capogruppo. Al momento non esistono però informazioni su casi concreti di ricorso a tale sostegno né per i CNAV né per i VNAV europei, in particolare perché quest'ultimo può assumere molte forme e quindi non trova necessariamente un chiaro riflesso nello stato patrimoniale e nel conto economico del soggetto che lo fornisce. L'indagine del CERS includeva una domanda sul sostegno della società promotrice, che tuttavia ha ricevuto come risposta dai fondi solo indicazioni generiche quali «trading» o «nessun provvedimento». L'obbligo di passaggio al VNAV e quello di non fare affidamento sul sostegno implicito non escludono nell'insieme la possibilità di ricorso futuro a tale sostegno in condizioni di mercato estreme.

Per consentire alle autorità di monitorare i rischi connessi, tutti i casi futuri di sostegno diretto o indiretto da parte della società promotrice — a prescindere dalla natura dello stesso (compreso l'acquisto di titoli in sofferenza in portafoglio) — dovrebbero essere comunicati dall'FCM o dal suo gestore all'autorità nazionale competente. Poiché tale sostegno può accrescere le interconnessioni nel sistema finanziario, e pertanto contribuire al rischio sistemico, l'informazione dovrebbe essere altresì condivisa con le altre autorità competenti (nazionali, estere o europee).

L'esperienza maturata con le statistiche esistenti in materia di FCM e la raccolta di dati dedicata ad hoc mostrano con chiarezza la possibilità di migliorare ulteriormente le statistiche periodiche relative al settore europeo degli FCM. Gli FCM costituiscono un veicolo molto importante per l'ordinato funzionamento dei mercati monetari in Europa. Le autorità di regolamentazione sia nazionali sia europee dovrebbero pertanto avere accesso a informazioni dettagliate su tali fondi, in modo da poter individuare tempestivamente le tendenze che si delineano. Nei casi in cui le banche centrali nazionali già raccolgono informazioni sugli FCM, occorrerebbe prendere in considerazione la possibilità di condividerle con le autorità nazionali di vigilanza a fini prudenziali.

Le segnalazioni periodiche dovrebbero includere come minimo una scomposizione delle attività e delle passività degli FCM sufficientemente dettagliata da permettere alle autorità di monitorare la posizione di liquidità dei fondi e la natura e la qualità degli attivi sottostanti. Le autorità di regolamentazione dovrebbero inoltre avere accesso a informazioni periodiche sulla misura e sui casi in cui viene eventualmente ancora applicato il metodo di valutazione al costo ammortizzato e ai dettagli relativi ai fondi CNAV eventualmente ancora esistenti, compresi i dati concernenti il loro prezzo ombra.

Informazioni più particolareggiate permetterebbero alle autorità di meglio comprendere gli andamenti del settore degli FCM e individuare le fonti di rischio. Da un punto di vista macroprudenziale, tali informazioni dovrebbero essere disponibili a livello sia aggregato sia di singoli fondi.

IV.5.2 Valutazione

Un attento monitoraggio degli FCM in termini di composizione delle attività e degli investitori, posizione di liquidità, prassi di valutazione ed eventuale affidamento sul sostegno della società promotrice è necessario per rilevare sia l'accumulo di rischio sia i collegamenti con le altre parti del sistema finanziario e costituisce pertanto un presupposto essenziale per l'adozione di misure preventive volte a fronteggiare i potenziali rischi sistemici. L'obbligo di comunicazione periodica del prezzo ombra accrescerà la consapevolezza dei gestori di FCM quanto all'azione di monitoraggio svolta in materia dalle autorità nazionali di vigilanza e questo dovrebbe esercitare un effetto di disciplina quanto ai possibili scostamenti del prezzo ombra dal NAV e all'affidamento sul sostegno della società promotrice.

Gli svantaggi connessi a un'informativa rafforzata sono rappresentati dai costi derivanti dai processi che devono essere attivati presso le società di gestione e le autorità di vigilanza prudenziale. Qualunque iniziativa in questo senso dovrebbe pertanto tener conto degli obblighi di informativa già imposti agli FCM e riconoscere debitamente il principio di proporzionalità, con la conseguenza di ridurre i costi connessi. In particolare, i dati di bilancio delle

IFM (di cui gli FCM fanno parte) raccolti dalla BCE già includono informazioni dettagliate sulle attività e passività degli FCM (cfr. il Regolamento BCE/2008/32). Tali segnalazioni sono state tuttavia concepite per finalità di politica monetaria e quindi potrebbero non contenere tutti i dati necessari a fini di stabilità finanziaria.

IV.6 Seguito da dare alle raccomandazioni

IV.6.1 Tempistica

Si richiede alla Commissione di comunicare al CERS e al Consiglio dell'Unione europea le azioni intraprese in risposta alle presenti raccomandazioni o di motivare adeguatamente l'inertza secondo la tempistica indicata di seguito.

- **Entro il 30 giugno 2013**, la Commissione trasmette al CERS una relazione provvisoria contenente una valutazione preliminare dei risultati ottenuti nella prima fase di attuazione delle presenti raccomandazioni.
- **Entro il 30 giugno 2014**, la Commissione trasmette al CERS e al Consiglio una relazione finale sulla seconda fase di attuazione delle presenti raccomandazioni.

IV.6.2 Criteri di conformità

Con riferimento alle **raccomandazioni da A a D**, si definiscono i seguenti criteri generali di conformità.

- Le raccomandazioni del CERS sono altresì intese ad assicurare un'attuazione adeguata e coerente in Europa delle pertinenti raccomandazioni dello IOSCO in materia di FCM.
- La Commissione può consultare le AEV competenti, e in particolare l'ESMA, in merito all'attuazione delle raccomandazioni del CERS; può inoltre chiedere alle AEV di elaborare le linee guida, le raccomandazioni e gli standard tecnici (compresi moduli di segnalazione e informativa, tenendo debitamente conto degli obblighi già esistenti in materia) necessari ad assicurare l'applicazione armonizzata delle raccomandazioni.
- Le raccomandazioni del CERS riguardano gli OIC basati nell'UE che sono offerti/venduti agli investitori come prodotti volti a preservare il capitale, fornire liquidità su base giornaliera e perseguire rendimenti in linea con i tassi del mercato monetario. Esse si rivolgono in particolare ai fondi denominati o venduti come FCM o come aventi le caratteristiche di un FCM (ad esempio l'obiettivo di mantenimento del valore del capitale, i rimborsi giornalieri e i tassi del mercato monetario) o ai fondi venduti in modo da dare tale impressione (ad esempio venduti come fondi liquidi, di liquidità, o a breve scadenza).

Riguardo alla **raccomandazione A**, si definiscono i seguenti criteri di conformità.

- Occorrerebbe richiedere agli FCM di utilizzare esclusivamente il modello del valore patrimoniale netto variabile, vietando in particolare l'arrotondamento dei prezzi delle quote all'unità più vicina. Il passaggio obbligatorio a tale modello richiederebbe l'adozione di misure transitorie. Si raccomanda pertanto di prevedere per gli FCM esistenti un periodo di transizione sufficientemente lungo durante il quale potranno mantenere il modello del valore patrimoniale netto costante mentre introducono gli adeguamenti necessari. La durata di tale periodo potrebbe essere stabilita come non inferiore a due anni dalla pubblicazione finale delle regole applicabili. Gli FCM dovrebbero inoltre annunciare in modo attento il passaggio al VNAV ben prima della sua realizzazione effettiva, comunicando gli effetti delle variazioni del NAV.
- La raccomandazione A non comporta il divieto totale della valutazione al costo ammortizzato, ma ne limita l'utilizzo ai soli casi nei quali si ritiene che permetta un'approssimazione adeguata del prezzo dello strumento.
- Ove si continuasse a utilizzare il metodo del costo ammortizzato, occorrerebbe applicare delle restrizioni in termini di vita residua dello strumento interessato con lo scopo di ridurre il rischio di discrepanza tra il prezzo e il costo ammortizzato dello stesso; nel definire tali restrizioni, dovrebbe essere considerato attentamente il profilo per scadenza degli attivi degli FCM basati nell'UE.

Con riferimento alla **raccomandazione B**, si definiscono i criteri di conformità elencati in appresso.

- Nel definire l'entità e la composizione della riserva minima di attivi liquidi, occorrerebbe tenere conto degli elementi indicati di seguito:
 - a) esiste una correlazione inversa tra l'entità della riserva da imporre e le tipologie di attività che possono essere considerate idonee;
 - b) è necessario stabilire livelli minimi per le attività liquide su base sia giornaliera sia settimanale;
 - c) la definizione di attivi liquidi (escluso il contante) dovrebbe considerare in primo luogo la vita residua, in modo da ridurre la dipendenza degli FCM dalla liquidità nel mercato secondario. Gli strumenti definiti come attivi liquidi su base giornaliera e settimanale dovrebbero pertanto giungere a scadenza rispettivamente entro a una e cinque giornate operative;

- d) la riserva dovrebbe essere stabilita alla luce dei rischi connessi alle possibili scadenze opzionali degli attivi. Tali opzioni possono basarsi su parametri diversi, comprendenti tecniche che comportano un'esposizione al rischio di controparte. Costituiscono degli esempi in questo senso gli strumenti *puttable* (come le obbligazioni *puttable*), *cancellable* (per esempio, con opzioni cancellabili) e *callable* (come i pronti contro termine *re-callable*);
 - e) occorre altresì considerare gli altri effetti di interconnessione, in particolare con il settore bancario, che potrebbero influire sulla disponibilità di attivi idonei ai fini della costituzione delle riserve di liquidità.
- Gli FCM dovrebbero essere tenuti ad adeguare le riserve minime di attività liquide al loro profilo e alla loro base di investitori.
 - Essi dovrebbero condurre prove periodiche di stress fondate su molteplici scenari sfavorevoli (sia specifici del fondo sia generali) che influiscono sul loro profilo di liquidità.
 - Gli FCM dovrebbero dotarsi di piani di emergenza intesi a gestire detti periodi di tensione.
 - Essi dovrebbero disporre degli strumenti necessari a fronteggiare richieste straordinarie di rimborso da parte degli investitori.

Per la **raccomandazione C** si definiscono i seguenti criteri di conformità.

- Le informazioni commerciali fornite dagli FCM dovrebbero richiamare l'attenzione degli investitori sull'assenza o sulla disponibilità limitata di una garanzia di capitale e sulla possibilità di perdite in conto capitale.
- Dette informazioni dovrebbero inoltre illustrare agli investitori le procedure previste per la valutazione degli strumenti e fornire tra l'altro raggugli sull'utilizzo del metodo del costo ammortizzato, sulle ipotesi soggiacenti e sui rischi connessi.
- Le informazioni fornite dagli FCM potranno contenere riferimenti alla possibilità di sostegno, capacità di sostegno o protezione da parte della società promotrice solo se tale sostegno o protezione sono oggetto di un impegno irrevocabile da parte della società in questione, nel qual caso ciò dovrà essere riconosciuto nei conti della società e nei requisiti prudenziali ad essa applicabili.
- Gli investitori dovrebbero essere resi edotti delle procedure che potrebbero essere utilizzate in caso di significative tensioni sui mercati o di forti pressioni dal lato dei rimborsi e che potrebbero influire sulla probabilità di ottenere i rimborsi richiesti.

Riguardo alla **raccomandazione D**, si definiscono i criteri di conformità elencati in appresso.

- Gli FCM (o i rispettivi gestori) e le società promotrici sono tenuti a segnalare all'autorità nazionale competente tutti i casi di sostegno della società promotrice che potrebbero influire sul prezzo del fondo, fornendo nel contempo una descrizione completa della natura e dell'entità del sostegno in questione.
- Le segnalazioni periodiche degli FCM alle autorità di vigilanza o alle banche centrali dovrebbero quanto meno includere una scomposizione sufficientemente dettagliata delle attività e delle passività, in modo da permettere alle autorità di monitorare la posizione di liquidità del fondo e la natura e la qualità degli attivi sottostanti.
- Le segnalazioni periodiche degli FCM che continuano a utilizzare il modello del valore patrimoniale netto costante dovrebbero altresì includere informazioni separate al riguardo e fornire dettagli relativi anche al prezzo ombra.
- Ove proseguisse l'utilizzo del metodo del costo ammortizzato da parte degli FCM, le autorità di regolamentazione dovrebbero avere accesso a informazioni periodiche concernenti la misura e i casi in cui tale prassi di valutazione viene applicata.
- Dovrebbero essere adottati dei provvedimenti atti a promuovere lo sviluppo di segnalazioni armonizzate e di una serie armonizzata di dati sugli FCM che coprano i punti richiamati in precedenza e siano utilizzabili anche a fini macroprudenziali; tali provvedimenti dovrebbero tenere conto degli obblighi già imposti agli FCM, ad esempio nel quadro delle segnalazioni relative al bilancio del settore delle istituzioni finanziarie monetarie (BCE/2008/32).
- Assicurare che non si frappongano ostacoli alla condivisione delle suddette informazioni tra le autorità prudenziali e le banche centrali a livello nazionale, transfrontaliero o europeo.

IV.6.3 Comunicazione sul seguito dato alle raccomandazioni

La **relazione provvisoria da presentare entro il 30 giugno 2013** dovrebbe quanto meno contenere:

- a) informazioni sulle iniziative legislative avviate e previste dalla Commissione europea in risposta alle presenti raccomandazioni;
- b) informazioni in merito alle azioni intraprese dalla Commissione nei confronti delle AEV come risposta alle presenti raccomandazioni;
- c) una tempistica indicativa per l'entrata in vigore delle misure proposte o previste dalla Commissione in risposta alle presenti raccomandazioni;

- d) una valutazione dell'impatto cumulato delle misure proposte o previste dalla Commissione in risposta alle presenti raccomandazioni;
- e) motivazioni dettagliate in caso di inerzia o di scostamento dalle presenti raccomandazioni.

La **relazione finale da presentare entro il 30 giugno 2014** dovrebbe quanto meno contenere:

- a) informazioni sullo stato di avanzamento del processo legislativo dopo le iniziative intraprese dalla Commissione in ambito normativo come risposta alle presenti raccomandazioni;
 - b) informazioni sullo stato di attuazione delle misure adottate dalla Commissione nei confronti delle AEV come risposta alle presenti raccomandazioni;
 - c) una tempistica indicativa per l'entrata in vigore delle misure proposte dalla Commissione in risposta alle presenti raccomandazioni;
 - d) una valutazione dell'impatto cumulato delle misure proposte dalla Commissione in risposta alle presenti raccomandazioni;
 - e) motivazioni dettagliate in caso di inerzia o di scostamento dalle presenti raccomandazioni.
-

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Ansideo, J., Bengtsson, E., Frison, D. e Ward, G. (2012), «Money market funds in Europe and financial stability», *ESRB Occasional Paper*, n. 1, giugno.
- Baba, N., McCauley, R.N. e Ramaswamy, S. (2009), «US dollar money market funds and non-US banks», *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 65-81.
- Banca centrale europea (2008), *Regolamento (CE) n. 25/2009 della Banca centrale europea, del 19 dicembre 2008, relativo al bilancio del settore delle istituzioni finanziarie monetarie (rifusione) (BCE/2008/32)*, GU L 15 del 20.1.2009, pag. 14.
- Brady, S. A. (2012), «The stability of prime money market mutual funds: sponsor support from 2007 to 2011», Federal Reserve Bank of Boston, *Working paper RPA 12-3*, 13 agosto.
- Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (2010), *Basilea 3 — Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, dicembre (aggiornamento al giugno 2011).
- Commissione europea (2012), *Libro verde — Sistema bancario ombra*, 19 marzo.
- Commissione europea (2012), *Undertakings in Collective Investments in Transferable Securities (OICVM) — product rules, liquidity management, depository, money market funds, long-term investments*, documento di consultazione, 26 luglio.
- Committee of European Securities Regulators (2010), *CESR's guidelines on a common definition of European money market funds*, 19 maggio.
- Committee of European Securities Regulators (2007), *CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS*, marzo.
- Duygan-Bump, B., Parkinson, P., Rosengren, E., Suarez, G. A. e Willen, P., «How effective were the Federal Reserve emergency liquidity facilities? Evidence from the asset-backed commercial paper money market mutual fund liquidity facility», *Journal of Finance*, di prossima pubblicazione.
- European Securities and Market Authority (2012), «*Questions and answers — a common definition of European money market funds*», 20 febbraio.
- European Securities and Market Authority (2012), *Guidelines on ETFs and other UCIT issues — consultation on recallability of repo and reverse repo arrangements*, 25 luglio.
- Financial Stability Board (2012), *Strengthening oversight and regulation of shadow banking — an integrated overview of policy recommendations*, documento di consultazione, 18 novembre.
- Financial Stability Board (2011), *Shadow banking: scoping the issues*, 12 aprile.
- Financial Stability Oversight Council (2012), *Proposed recommendations regarding money market mutual fund reform*, novembre.
- FitchRatings (2012), *European money market funds: trends in MMF portfolios*, novembre.
- Gordon, J.N. e Gandia, C.M. (2012), «Money market funds run risk: will floating net asset value fix the problem?», *Columbia Law and Economics Working Paper*, n. 426, 23 settembre.
- Gorton, G. e Metrick, A. (2010), «Regulating the shadow banking system», *Brookings Papers on Economic Activity*, autunno.
- Institutional Money Market Funds Association (2012), *Code of practice*.
- Institutional Money Market Funds Association (2012), *A comparison of money market fund ratings*, 19 giugno.
- International Organization of Securities Commissions (2012), *Money market fund systemic risk analysis and reform options*, rapporto di consultazione, 27 aprile.
- International Organization of Securities Commissions (2012), *Policy recommendations for money market funds*, 9 ottobre.
- Kacperczyk, M. e Schnabl, P. (2012), *How safe are money market funds?*, bozza, aprile 2012.
- McCabe, P.E. (2010), «The cross section of money market fund risks and financial crises», *Working Paper 2010-51, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series*, settembre.

McCabe, P.E., Cipriani, M., Holscher, M. e Martin, A. (2012), «The minimum balance at risk: a proposal to mitigate the systemic risks posed by money market funds», *Working Paper 2012-47, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series*, luglio.

Moody's (2010), *Sponsor key to money market funds*, agosto.

Parlamento europeo (2012), *Relazione sul sistema bancario ombra*, Commissione per i problemi economici e monetari, 25 ottobre.

President's Working Group on Financial Markets (2010), *Money market fund reform options*, ottobre.

Rosengren, E.S (2012), «Money market mutual funds and financial stability», intervento tenuto presso la *2012 Financial Markets Conference* organizzata dalla Federal Reserve Bank of Atlanta, 11 aprile.

Scharfstein, D.S. (2012), *Perspectives on money market mutual fund reforms*, audizione alla Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs del Senato statunitense, 21 giugno.

Scott, H.S. (2012), *Interconnectedness and contagion*, 20 novembre.

Securities and Exchange Commission (2010), «Money Market Fund Reform», *Investment Company Act Release* n. IC-29132, 75 Fed. Reg. 10600, 10062, 4 marzo.

Securities and Exchange Commission (1977), «Valuation of debt instruments by money market funds and certain other open-end investment companies», *Investment Company Act Release* n. 9786, 42 Fed. Reg. 28999, 7 giugno.

Squam Lake Group (2011), *Reforming money market funds*, 14 gennaio.
