

Commissione 6a del Senato della Repubblica (Finanze e Tesoro)

**Esame dell'atto comunitario COM (2013)615
(Proposta di Regolamento sui Fondi comuni monetari)**

Audizione del Titolare della Divisione SGR del Servizio Supervisione
sugli Intermediari Specializzati della Banca d'Italia

Luca Zucchelli

Senato della Repubblica
Roma, 17 ottobre 2013

1. Il ruolo dei fondi di mercato monetario e le loro implicazioni sistemiche

I fondi di mercato monetario (FMM) sono strumenti d'investimento a breve termine caratterizzati da elevata liquidità, diversificazione, e tendenzialmente bassa variabilità del valore di mercato.

I FMM sono utilizzati principalmente dalle società desiderose d'investire le eccedenze di disponibilità liquide per un periodo molto breve con una remunerazione superiore a quella dei depositi.

I FMM sono un'importante fonte di finanziamenti a breve termine per gli intermediari bancari e finanziari, le imprese e le amministrazioni pubbliche che emettono titoli di debito con vita residua massima di due anni (obbligazioni, carta commerciale, certificati di deposito).

In Europa, essi detengono circa il 22 per cento dei titoli di debito a breve termine emessi da amministrazioni o società e il 38 per cento di quelli emessi dal settore bancario¹. La sottoscrizione da parte di clientela al dettaglio di questa tipologia di fondi è, al di fuori dell'Italia, modesta. Essi possono essere denominati in varie valute e sono spesso domiciliati in paesi con regimi fiscali vantaggiosi. I FMM sono gestiti da società di gestione sovente controllate da grandi gruppi bancari o da intermediari specializzati.

Il valore netto di mercato (o Net Asset Value – NAV) di un fondo è dato dalla differenza tra il valore delle attività dello stesso e le sue passività; esso è espresso in termini di quote. Si distinguono due categorie di FMM: quelli che possono essere sottoscritti o riscattati al valore di mercato del NAV (c.d. FMM VNAV) e quelli che, a differenza dei normali fondi d'investimento, promettono un valore costante del fondo (c.d. FMM CNAV). Poiché il valore delle attività investite dal fondo può fluttuare, quest'ultima categoria di fondi valorizza contabilmente le proprie attività al costo storico, spalmando in modo lineare fino alla loro scadenza il premio/sconto rispetto al rimborso (criterio del **costo ammortizzato**), invece che ai prezzi di mercato. La moderata rivalutazione dell'attivo che ne consegue consente, una volta coperti i costi operativi e le commissioni di gestione, di distribuire un rendimento periodico, mantenendo il valore del NAV costante. La promessa di prezzi di rimborso stabili è spesso corroborata da un rating massimo (AAA) conferito da una o più agenzie esterne.

I FMM rappresentano uno strumento attraente per gli investitori, avendo essi caratteristiche analoghe ai depositi bancari: accesso istantaneo alla liquidità e valore relativamente stabile. Alla luce di queste caratteristiche, gli investitori li considerano come un'alternativa sicura e più diversificata ai depositi bancari, ma in realtà sono fondi di investimento classici con i rischi inerenti a qualsiasi fondo di investimento.

Ne consegue che quando i prezzi delle attività in cui sono investiti cominciano a scendere, specie in caso di mercati sotto pressione, non sempre i FMM sono in grado di tenere fede alla promessa del riscatto immediato e della salvaguardia del valore nominale delle quote o azioni emesse. In particolare, a causa di disallineamenti di durata tra la liquidità giornaliera che un FMM offre agli investitori e la liquidità delle attività detenute nel suo portafoglio, un riscatto immediato potrebbe non essere sempre possibile.

L'inconveniente è che gli investitori chiedono il riscatto non appena avvertono il rischio che il FMM potrebbe non onorare le promesse di liquidità e valore stabile, il che può determinare una sorta di "corsa" degli investitori al riscatto. L'eccessivo e acritico affidamento ai rating e

¹ Cfr. European Commission, Impact Assessment for the proposal of Regulation on Money Market Funds.

l'improvviso venir meno della fiducia negli stessi accentua questo fenomeno (c.d. *cliff effect*), con effetti di contagio.

Nei giorni immediatamente successivi alla crisi della Lehman Brothers, negli USA un FMM (il Reserve Primary Fund) con attività pari a 62 miliardi di dollari ha rotto la soglia della parità (in gergo si dice che il fondo "*breaks the buck*", cioè è sceso sotto il valore di 1 USD); l'impossibilità degli sponsor di questo fondo di assicurare un sostegno sufficiente a mantenere la promessa di rimborso al valore nominale ha scatenato riscatti sul mercato di questa classe di fondi per oltre 300 miliardi di dollari, anche emessi da emittenti di alto standing. Solo garanzie pubbliche da parte del Tesoro USA per oltre 3000 miliardi di dollari associate a linee di liquidità della Federal Reserve e al supporto di molti sponsor hanno calmato il mercato².

Oltre al rischio di "run" che caratterizza principalmente i fondi a NAV costante, un secondo profilo di criticità sistemica riguarda il grado e la tipologia di interconnessione tra entità bancarie, intermediari non bancari e fondi monetari. Negli Stati Uniti i fondi monetari detengono circa il 44 per cento dei titoli a breve emessi da agenzie governative, inclusi titoli emessi o garantiti dalle Federal National Mortgage Association ("Fannie Mae") e Federal Home Loan Mortgage Corporation ("Freddie Mac")³. Il deterioramento di queste garanzie (con la crisi dei mutui subprime), ha determinato una sfiducia improvvisa nei fondi monetari fortemente interconnessi con il sistema bancario anche attraverso il mercato dei prestiti a breve collateralizzati (c.d. repo market), che negli Stati Uniti veniva finanziato in misura rilevante (par al 23 per cento del mercato dei repo) dai fondi monetari.

In **Europa**, le difficoltà durante la crisi finanziaria, sono venute dai c.d. FMM "enhanced" ("potenziati"), che offrivano rendimenti più alti assumendo rischio maggiore con strategie di arbitraggio e investimenti in titoli di cartolarizzazione (ABS, *asset backed securities*), al tempo liquidi e classificati di alta qualità creditizia (tripla A) dalle agenzie di rating. Nell'ultimo trimestre del 2007, seguendo lo scoppio della crisi sui mutui subprime in USA e il connesso massiccio downgrading dei titoli ABS, questi FMM hanno subito rilevanti richieste di rimborso in Lussemburgo, Francia e Germania.

Circa 20 fondi hanno dovuto sospendere i rimborsi e quattro di essi essere liquidati. In diversi casi, il regolare funzionamento di tali fondi è stato ristabilito solo **grazie al supporto esterno delle banche capogruppo dei gestori** che fornirono garanzie o acquisirono gli attivi problematici ("supporto da parte dello "sponsor"⁴). Si stima che almeno 20 società di gestione europee o americane abbiano sostenuto spese pari a 12 miliardi di dollari per preservare il valore costante dei loro fondi monetari⁵. Peraltro, la pressione dei rimborsi, per quanto sostanziale, non ha raggiunto in Europa i picchi degli USA e la BCE non ha dovuto intervenire.

La crisi ha quindi mostrato che questi strumenti d'investimento, specie nella forma a capitale costante, avendo caratteristiche simili ai depositi ma non avendo i presidi prudenziali tipici delle banche (e in particolar modo il supporto di liquidità della banca centrale), possono essere fonte di rischio sistemico e di contagio entro il sistema bancario e finanziario, con la necessità di rilevanti interventi pubblici e delle banche centrali. Essi sono stati pertanto considerati una parte importante del cosiddetto "sistema bancario ombra" (*shadow banking system*), definito come "ogni forma di

² Department of the Treasury, comunicazione di Timothy F. Geithner del 27 settembre 2012 al Financial Stability Oversight Council.

³ U.S. Treasury Department, Fixed Income Agency Securities [...].

⁴ ESRB, "Recommendation of the European Systemic Risk Board on money market funds", 20 December 2012, Official Journal of the European Union (2013/C 146/01), p. 11.

⁵ Cfr. Moody's, "Sponsor key to money market funds, agosto 2010.

intermediazione creditizia che coinvolge entità o attività al di fuori del sistema bancario tradizionale”⁶.

2. La struttura del mercato

Si stima che all’inizio del 2012 a livello globale le attività gestite dai FMM erano pari a 4700 miliardi di dollari, pari a circa un quinto dell’ammontare complessivo delle attività investite (AUM) nel risparmio gestito⁷. Il principale mercato è quello degli Stati Uniti, con un ammontare di AUM pari a circa 2700 miliardi di dollari, in calo rispetto al picco del 2008 di 3800 miliardi di dollari⁸. Si stima che in Europa le attività gestite dai FMM siano circa pari a mille miliardi di euro (fine 2011), in flessione rispetto al picco di 1400 miliardi di inizio 2009. Circa il 95 per cento del mercato europeo dei FMM è concentrato in tre paesi (Francia, con il 39 per cento, Lussemburgo (31 per cento) e Irlanda (25 per cento)). Spagna, Italia e Germania hanno quote di mercato molto più modeste (rispettivamente l’1,3, l’1,1 e lo 0,6 per cento)⁹. Per i primi due paesi (Lussemburgo e Irlanda) la quota delle attività detenute da soggetti non domestici è molto alta (pari al 90-95 per cento).

Come accennato, questa tipologia di fondi svolge un ruolo molto importante nei mercati monetari, detenendo circa un quarto dei titoli a breve termine emessi nell’area dell’euro. Circa il 75 per cento delle loro esposizioni riguardano istituzioni monetarie e finanziarie (*monetary and financial institutions*); le esposizioni verso titoli governativi sono pari a circa l’11 per cento, mentre quelle nei confronti delle imprese non finanziarie e degli “altri intermediari finanziari” sono rispettivamente il 6,9 e il 6,6 per cento¹⁰. Sul lato del passivo, le quote sono detenute in larga parte da investitori istituzionali (fondi pensione, assicurazioni, intermediari) e imprese non finanziarie.

Da una indagine campionaria relativa ai sei paesi europei prima citati, condotta dall’ESRB e rappresentativa del 89 per cento del mercato europeo dei fondi di mercato monetario, ha permesso di mostrare che anche in Europa sono operativi 123 fondi caratterizzati da un NAV costante, per un ammontare pari a quasi 434 miliardi di euro. Essi sono tutti relativi a fondi domiciliati in Irlanda o in Lussemburgo.

Al 30 giugno 2013, erano censiti 20 FMM di diritto italiano gestiti da 15 SGR, con patrimonio complessivo di poco superiore a 10 miliardi di euro, pari al 6,5% di tutti i fondi aperti di diritto italiano. I FMM di diritto estero commercializzati in Italia erano poco meno di 140, con un patrimonio di circa 21 miliardi di euro; peraltro due terzi delle relative fanno capo a fondi esteri gestiti da gruppi italiani. A differenza degli altri paesi, i FMM gestiti dagli intermediari italiani si caratterizzano per l’investimento prevalente in titoli governativi e per essere sottoscritti per oltre il 95 per cento da investitori al dettaglio.

3. Alcune considerazioni sulla proposta di Regolamento sui FMM della Commissione Europea

Alla luce dell’esperienza degli anni passati, i FMM hanno mostrato due fondamentali problemi:

⁶ Si veda: FSB, “Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation”, 27 October 2011.

⁷ Si veda: IOSCO, “Policy Recommendations for Money Market Funds”, October 2012, p. 5.

⁸ Ibidem, p. 39.

⁹ ESRB, op. cit., p. 7.

¹⁰ Ibidem, p. 15.

- **difficoltà a garantire la promessa di liquidità** immediata e incondizionata delle quote a causa delle caratteristiche degli *assets* detenuti, troppo rischiosi, non sufficientemente liquidi e non sempre di qualità creditizia primaria;
- **esposizione al rischio di corsa ai riscatti** per quei fondi che si impegnano ad assicurare il rimborso ad un valore nominale costante. Questo secondo aspetto è naturalmente legato al primo, in quanto più è alta la qualità del portafoglio, meno è probabile una divergenza del valore di mercato del NAV da quello nominale; tuttavia, è la specifica promessa di stabilità del prezzo dei CNAV che può creare per i partecipanti l'incentivo a precedere variazioni avverse del valore del fondo e a chiedere il rimborso, non solo in caso di particolari problemi relativi alla qualità degli *assets*, ma anche per variazioni particolarmente accentuate del mercato. Questo è un problema che non si pone nei FMM a NAV variabile, nei quali sia le caratteristiche di liquidabilità che quelle di merito creditizio si riflettono di norma immediatamente sul valore della quota: tali fondi sono esposti alla pressione dei rimborsi degli investitori che non sono soddisfatti dalle performance, ma non esiste l'incentivo ad anticipare gli altri investitori che si verifica nei FMM CNAV.

Dopo gli eventi del 2007-2009, sono stati effettuati interventi normativi sia negli USA che in Europa, ma gli approfondimenti svolti di recente da diversi organismi internazionali (FSB e ESRB) hanno messo in luce taluni limiti della nuova regolamentazione e raccomandato nuove misure, soprattutto per prevenire i rischi sistemici rappresentati dai pericoli di corsa ai prelievi sui FMM CNAV. Nel corso del 2012 e del 2013 le autorità USA hanno posto in consultazione varie proposte di nuove discipline ed è in corso un dibattito particolarmente acceso (cfr. allegato 1 per una ricostruzione più di dettaglio del quadro normativo e del dibattito internazionale).

In Europa, il problema della liquidità e della qualità degli *assets* è stato affrontato parzialmente dalle GL CESR (ora ESMA) del 2010, che peraltro non risultano attuate nella maggioranza degli stati membri. La *Peer Review* condotta dall'ESMA nella primavera del 2013 ha messo in luce che le GL ESMA del 2010, non estese a tutti i FMM regolati dalla direttiva AIFM adottata nel 2011, sono state effettivamente applicate solo in 12 Stati membri, che peraltro includono tutti i maggiori Paesi). Le criticità strutturali dei FMM CNAV non hanno, allo stato, formato oggetto di alcun intervento specifico.

Il Regolamento proposto dalla Commissione affronta questi problemi. Esso introduce norme comuni per aumentare la liquidità degli FMM e garantire loro una struttura stabile, introducendo, fra l'altro, un livello minimo di attività liquide giornaliere e settimanali. Richiede inoltre ai gestori dei FMM l'adozione di specifiche procedure per conoscere meglio i propri investitori e valutare le implicazioni di possibili richieste di riscatto contemporanee. Il regolamento contiene anche norme volte a garantire che gli FMM investano in attività ben diversificate e di elevata qualità, in particolare sotto il profilo dell'affidabilità creditizia (cfr. allegato 2 per una ricostruzione più di dettaglio delle norme).

In linea generale, gli obiettivi e l'impostazione di base del provvedimento sono volti a corrispondere alle raccomandazioni formulate in materia dai vari organismi internazionali (cfr. allegato 3 per un confronto tra raccomandazioni degli organismi internazionali e proposte normative in discussione negli USA e in Europa) e sono coerenti con l'obiettivo di garantire la stabilità del sistema finanziario e prevenire i possibili rischi sistemici originati dai FMM. Le linee principali del provvedimento sono altresì coerenti con le posizioni assunte dalla Banca d'Italia nelle sedi internazionali (FSB/ESRB).

Prima di entrare nel merito delle misure proposte, **occorre sottolineare l'ampia portata del Regolamento e la sua applicazione a fondi ora non toccati da alcuna regola in materia di FMM.**

La proposta di Regolamento, rispetto alle GL CESR allarga l'ambito di applicazione anche a fondi che ora sono UCITS, definendo al contempo una disciplina speciale per i FMM che risulta assai più stringente delle stesse regole di limitazione del rischio contenute nella Direttiva UCITS, che disciplina i fondi aperti destinati al pubblico retail.

Il Regolamento si applica infatti non solo ai fondi che intendono adottare l'etichetta di "FMM", ma a tutti i fondi che investono in strumenti finanziari a breve termine e hanno come specifico obiettivo quello di offrire rendimenti in linea con quelli del mercato monetario e/o di preservare il valore dell'investimento.

Poiché operano sul mercato fondi che contemplano obiettivi analoghi o molto vicini a quelli indicati dal Regolamento, pur senza denominarsi FMM e investendo negli stessi strumenti utilizzati dai FMM senza conformarsi strettamente ai loro limiti, la nuova normativa richiederà sia un adeguamento da parte di tutti gli attuali FMM sia la necessità, per diversi altri fondi di valutare se chiedere l'autorizzazione come FMM o, tenuto conto dei vincoli posti dal Regolamento, cambiare la loro politica di investimento. Ciò riguarderà non solo fondi non ancora soggetti a regolamentazione, ma anche organismi rientranti nella Direttiva UCITS.

Con riguardo al tema della **liquidità e della qualità degli attivi** che possono essere detenuti dai FMM, il Regolamento compie alcune **scelte qualificanti** in materia di eligible assets, politica di investimento e limiti di rischio che appaiono atte a raggiungere l'obiettivo di garantire la liquidità dei FMM:

- i FMM possono investire solo in strumenti il **cui emittente abbia ricevuto uno dei due più alti rating di merito creditizio** secondo il sistema di valutazione **interno** del gestore (cfr. infra per maggiori dettagli). Tale condizione **non** è richiesta per l'investimento in titoli emessi dagli stati membri o da organismi dell'Unione Europea;
- vi è l'obbligo di **mantenere percentuali sostanziali di strumenti di pronta liquidabilità** (10 e 20 per cento del portafoglio con orizzonte, rispettivamente, giornaliero e settimanale);
- vi è una **restrizione del tipo e della finalità di strumenti derivati utilizzabili** (solo copertura del rischio);
- è posto un **limite complessivo alla componente rappresentata dai titoli di cartolarizzazione**;
- sono confermati i limiti di **durata media del portafoglio** già previsti dalle GL CESR; sono introdotti limiti stringenti di **diversificazione del rischio**.

Il Regolamento esclude dall'operatività dei FMM alcune fattispecie allo stato consentite dalle GL CESR e dalla Direttiva UCITS: non è ammesso l'investimento in quote di altri FMM (e più in generale in altri OICVM); non sono ammesse operazioni di prestito titoli attive né passive, così come sono vietati i PCT passivi (vendo titoli a pronti e li compro a termine). Per i PCT è richiesto che essi siano sempre terminabili in ogni momento dal fondo; non è ammessa l'assunzione di prestiti neppure entro il 10% del fondo e a scopo di tesoreria come attualmente consentito dalla Direttiva UCITS. Infine, alcuni strumenti, come i titoli di cartolarizzazione, sono acquisibili solo fino a un plafond massimo (10% complessivo delle attività) e se soddisfano condizioni assai stringenti (il sottostante dei titoli di cartolarizzazione deve essere debito *corporate* di adeguata qualità con scadenza entro 397 giorni).

Da parte dell'industria vi sono posizioni che evidenziano come l'approccio scelto sia particolarmente restrittivo, limitando i FMM in maniera ulteriore rispetto alle già stringenti regole della direttiva UCITS.

In proposito, si condivide l'impostazione rigorosa impressa dalla Commissione Europea alla proposta di Regolamento, tenuto anche conto del processo legislativo lungo e complesso che

l'attende, nel quale si confronteranno le visioni e gli interessi di molteplici soggetti istituzionali e dell'industria.

Ciò non toglie che, nel corso della discussione, possano essere considerati quegli aggiustamenti che, senza stravolgere l'impianto di base delle norme, che appare solido e correttamente impostato, siano in grado di conferire maggiore flessibilità operativa e facilitare il raggiungimento degli obiettivi perseguiti.

Una novità molto importante della normativa per tutti i FMM è rappresentata dall'articolata disciplina delle **procedure interne di valutazione della qualità creditizia dei titoli**, basata sulla predisposizione di un sistema interno di rating del merito di credito, che consenta di evitare forme di affidamento meccanico ai rating assegnati dalle agenzie esterne. L'indicazione è completamente condivisibile e corrisponde a quella che le autorità italiane, tra cui la Banca d'Italia, hanno dato in una recente comunicazione del 22 luglio scorso agli intermediari nazionali.

In particolare, la Banca d'Italia in tale nota ha invitato i gestori a dotarsi *“di sistemi di gestione dei rischi che, nella valutazione del merito di credito delle attività degli OICR, non facciano esclusivamente o meccanicamente affidamento sui giudizi espressi da una o più agenzie di rating e assicurino un'accurata valutazione del rischio di credito al quale il patrimonio degli OICR in gestione è o potrebbe essere esposto.”*

Si osserva tuttavia che, a differenza dell'approccio seguito dalle autorità italiane, il Regolamento della Commissione, oltre ad includere prescrizioni operative di dettaglio, non fa alcun riferimento ad un principio di proporzionalità nell'applicazione delle regole. Considerati la complessità e la sofisticazione dei sistemi interni di valutazione del merito creditizio e i connessi costi di impianto e gestione, sembrerebbe opportuno lasciare margini di flessibilità ai gestori nella definizione delle loro procedure interne, per evitare che siano obbligati a sostenere oneri eccessivi per valutare il merito creditizio di posizioni che rappresentano percentuali assai limitate di portafogli molto diversificati e frazionari.

Con riguardo alla **prevenzione dei fenomeni di corsa ai riscatti**, il Regolamento introduce una **specifica disciplina dei FMM CNAV**, basata sull'**obbligo di un NAV buffer pari al 3%**. Il NAV buffer è una riserva in denaro, tenuta in un conto bancario segregato da qualsiasi altro conto del FMM, del gestore o della banca stessa dove è registrato. Il NAV buffer, **costruito e mantenuto dal gestore o dal suo gruppo**, non è rimborsabile e serve solo per mantenere allineato il valore del CNAV a quello del NAV di mercato in occasione di sottoscrizioni o rimborsi

Tale previsione è coerente con la raccomandazione n. 10 dello IOSCO/FSB che richiede, in caso non sia praticabile il passaggio obbligatorio al VNAV, misure alternative per rafforzare la capacità dei FMM di prevenire forme di “corsa ai rimborsi”. La misura del buffer e la sua natura sembrano atte a prevenire fenomeni di eccessiva differenziazione tra NAV di mercato e CNAV: secondo le stime della Commissione UE, la misura del 3% è stata scelta perché, da uno studio delle passate situazioni di mercato, sarebbe risultata sufficiente a coprire in pressoché tutti i casi gli scostamenti registrati tra NAV di mercato e CNAV.

Premesso che tale disciplina avrebbe un effetto assai limitato sull'industria dei FMM (sia italiani che esteri) gestiti da gruppi e intermediari italiani, in quanto gli intermediari nazionali offrono solo FMM già a NAV variabile, lo stesso studio di impatto della Commissione Europea indica le possibili conseguenze dell'introduzione di tale meccanismo.

Alla luce dello studio di impatto, il **fabbisogno stimato per costituire un NAV buffer per i FMM CNAV europei sarebbe di circa 14 miliardi di euro**: poiché tale posta dovrebbe essere fornita dalla società di gestione o dal suo gruppo, la Commissione stima, sulla base dei dati disponibili, che circa il 70% del fabbisogno dovrebbe essere prodotto da gruppi bancari e assicurativi, il restante 30% da gestori indipendenti, di cui circa la metà da un solo gruppo (Blackrock).

La natura di riserva, sostanzialmente non rimborsabile e destinata potenzialmente ad assorbire il 100% delle perdite dei fondi, del NAV buffer fa sì che il **presumibile trattamento prudenziale di tale posta per gli enti che la forniscono sarebbe piuttosto penalizzante**. Ne consegue un peso rilevante per diversi gruppi bancari europei già gravati da propri problemi di capitalizzazione, con la creazione di possibili discriminazioni competitive nel mercato del risparmio gestito tra i gruppi più solidi e quelli meno capitalizzati e, in generale, tra i grandi gruppi e gli operatori indipendenti.

La possibilità che il NAV buffer sia costituito direttamente dalle società di gestione **porrebbe la necessità di rivedere il trattamento prudenziale di questi intermediari**: il modello operativo delle direttive europee e il disegno dei requisiti prudenziali attuali sono infatti costruiti sul presupposto che i gestori non assumono rischi in proprio per la gestione dei loro fondi e che l'unico rischio cui sono sottoposti è quello operativo.

Infine, non è possibile prevedere se e in quale misura gli oneri richiesti per finanziare tale posta saranno ribaltati sui fondi stessi e se tale circostanza possa pregiudicare l'economicità del business per gestori e investitori, tenuto conto del perdurare di tassi di interesse molto bassi.

Ove questa norma induca, in tutto o in parte, la trasformazione degli attuali FMM CNAV europei in VNAV, **potrebbero verificarsi significativi spostamenti di flussi verso gli omologhi prodotti USA**, nel caso la legislazione che si affermerà in quel paese non sia altrettanto rigorosa (cfr. infra). In effetti, per molti grandi investitori istituzionali europei (fondi pensioni, assicurazioni, gestori individuali, grandi gruppi *corporate*) i benefici offerti dai FMM CNAV in termine di semplificazione amministrativa (il valore dell'investimento è costante) e di pronta liquidabilità (i fondi della specie garantiscono il rimborso nella stessa giornata della domanda, mentre gli altri fondi rimborsano almeno un giorno dopo) potrebbero giustificare lo switch verso i prodotti USA.

Tale circostanza potrebbe avere **conseguenze anche significative** per gli operatori europei, in particolare le banche, che traggono dai FMM una parte importante della loro provvista a breve termine.

La Commissione, pur non escludendo gli impatti sopra menzionati, ritiene che il modello prescelto per il NAV buffer implichi meno costi e modifiche rispetto al modello di business attuale di altri approcci esaminati, oltre a risolvere in modo trasparente problema del supporto fornito ai fondi da parte dei gestori e dei loro gruppi (la costituzione del NAV buffer sarebbe, salvo circostanze eccezionali, l'unica forma di supporto esterno ai fondi consentita dalla normativa).

In proposito, si ritiene che **l'approccio scelto dalla Commissione Europea sia corretto e commisurato agli obiettivi che la nuova regolamentazione si pone**. La proposta alternativa della SEC USA, che comunque affida al board dei fondi la responsabilità di applicare la commissione di liquidità o il differimento temporaneo dei rimborsi nel momento che la liquidità disponibile del fondo scende al di sotto di una certa soglia (15% dell'attivo), rischia di risultare inefficace allo scopo, in caso il board del fondo ritenga comunque di non agire e perché le azioni rischiano di essere adottate in ritardo, quando il fondo ha già sofferto una perdita di liquidità e gli investitori possono già cercare di anticipare le decisioni del board.

Il mercato dei FMM è un **mercato globale**, dove gli investitori hanno la possibilità di muovere il loro patrimonio liberamente tra una parte e l'altra dell'Atlantico. In tale contesto, **approcci diversi alla regolamentazione potrebbero creare rilevanti conseguenze**, creando campi di gioco non livellati tra i diversi operatori e giurisdizioni. Sarebbero quindi auspicabili iniziative delle Istituzioni europee per cercare una convergenza con le autorità USA.

Iniziative normative sui FMM e principali raccomandazioni dei comitati internazionali

A partire dall'inizio del 2009, alla luce dei problemi e delle criticità evidenziati dagli eventi accaduti negli anni 2007 e 2008 negli USA e in Europa, sono state lanciate diverse iniziative di riforma della regolamentazione dei FMM, che si sono tradotte in provvedimenti normativi durante il 2010.

Negli USA la SEC ha emendato la c.d **Rule 2a-7** dell'Investment Company Act. La nuova regolamentazione restringe le caratteristiche degli investimenti ammissibili dei FMM in termini di durata residua massima (in media, il portafoglio non può avere una durata residua superiore a 60 giorni) e qualità creditizia (il 97% dei titoli deve appartenere alla categoria di rating massimo, mentre il restante 3% deve rientrare nella seconda). Sono stati inoltre introdotti requisiti in termini di liquidità del portafoglio (almeno il 10% di attivi con scadenza giornaliera e il 30% settimanale), diversificazione (max 5% dell'attivo in un singolo emittente) e indebitamento (non consentito). È stato introdotto l'obbligo di condurre periodici stress test e di fornire informazioni dettagliate sulle posizioni al mercato e alle autorità. I fondi che adottano il CNAV e la valorizzazione con il criterio del costo ammortizzato sono tenuti a monitorare la differenza tra CNAV e NAV ai prezzi di mercato, assumendo tempestive iniziative quando essa supera lo 0,5%.

In Europa, seguendo la raccomandazione formulata già nel 2008 dal Rapporto Delarosiere, il **CESR**, ora **ESMA** (European Securities and Market Authority), ha emanato Guidelines per regolamentare i FMM che rientrano nell'ambito di applicazione della Direttiva UCITS (la grande maggioranza dei fondi della specie) o sono regolamentati a livello nazionale negli Stati membri. Le GL del CESR seguono un approccio simile a quello seguito dalla Sec negli USA.

Vengono definite due categorie: **fondi di mercato monetario a breve termine** e **fondi di mercato monetario** che consentono di investire in strumenti con un orizzonte temporale leggermente più lungo.

Entrambe le tipologie devono avere queste caratteristiche:

- 1) obiettivo d'investimento primario di conservare il valore del fondo mirando a conseguire un rendimento in linea con i tassi del mercato monetario;
- 2) investire solo in strumenti del mercato monetario che rispondono ai criteri per gli strumenti del mercato monetario fissati nella Direttiva 2009/65/CE o in depositi presso gli istituto di credito;
- 3) elevata qualità degli strumenti del mercato monetario in cui investono (rientrare nelle due più alte categorie di rating emesso da una agenzia riconosciuta);
- 4) rispettare regole di diversificazione degli attivi
- 5) Nav (net asset value) giornaliero e calcolo del prezzo con sottoscrizioni e rimborsi giornalieri delle azioni/quote.

I fondi monetari a breve termine devono anche:

- a) investire solo in titoli con una scadenza residua fino alla data di rimborso legale pari o inferiore a 397 giorni (quello ordinari fino a 2 anni);
- b) avere una scadenza media ponderata inferiore a 60 giorni (6 mesi per i FMM ordinari);
- c) avere una vita media ponderata inferiore a 120 giorni (12 mesi per i FMM ordinari).

I FMM a breve termine possono avere un valore patrimoniale netto costante o variabile e utilizzare il criterio del costo ammortizzato.

Nel vertice di **Cannes del 2011**, i capi di stato e di governo del **G20** hanno concordato di sviluppare appropriate politiche per risolvere i problemi e le criticità generate dallo *shadow banking*, che hanno contribuito all'crisi finanziaria degli anni 2007-2008. In tale ambito, il **Financial Stability Board (FSB)** ha lanciato una serie di filoni di lavoro, tra i quali uno riguardava il rischio sistemico posto dai FMM. In tale ambito, la **International Organization of Securities Commissions (IOSCO)** è stata incaricata di analizzare le problematiche e formulare raccomandazioni, pubblicate poi dalla IOSCO nell'**ottobre 2012**. Il documento della IOSCO contiene **15 raccomandazioni** che sviluppano, approfondiscono e sistematizzano le indicazioni già contenute nella disciplina elaborata negli USA e nella UE. La valutazione sottostante è che le misure già prese, pur andando nella giusta direzione, non sono sufficienti a prevenire in modo adeguato il rischio di "runs" sui FMM, con speciale riferimento a quelli che offrono NAV costante. A tal fine, la IOSCO ritiene (raccomandazione 10) che le autorità debbano richiedere, ove praticabile, la conversione dei fondi CNAV in fondi VNAV. Dove ciò non risulti possibile, occorrono misure per rafforzare la resilienza dei FMM e la loro capacità di soddisfare rilevanti rimborsi.

Il FSB ha fatto proprie le raccomandazioni IOSCO, precisando peraltro che "the safeguards required to be introduced to reinforce stable NAV MMFs' resilience to runs should be functionally equivalent to the capital, liquidity, and other prudential requirements on banks that protect against runs on their deposits".

In ambito europeo, lo **European Systemic Risk Board (ESRB)** ha analizzato la questione e formulato nel **novembre 2012** proprie raccomandazioni. La prima raccomandazione prevede il passaggio obbligatorio dei FMM al NAV variabile.

Negli USA le sollecitazioni degli organismi internazionali hanno prodotto un dibattito assai acceso. La **SEC** ha lavorato dalla fine del 2010 a un progetto di ulteriore riforma dei FMM, ma **nell'agosto del 2012** un comunicato del suo presidente Mary L. Shapiro ha reso noto che 3 commissari su 5 non erano disponibili a supportare tale progetto. Nel **novembre 2012**, il **Financial Stability Oversight Council (FSOC)**, organismo presieduto dal Ministro del tesoro e composto dai vertici delle agenzie di supervisione statunitensi, ha emanato una raccomandazione alla SEC perché venga adottata una nuova regolamentazione atta a fronteggiare i rischi sistemici posti dai FMM. In risposta a tale atto, la **SEC** ha messo in consultazione nel **giugno 2013** una nuova proposta, che prevede due opzioni, eventualmente da utilizzare in modo combinato: la prima consiste nel **passaggio obbligatorio al NAV variabile** di tutti i FMM, ad eccezione di quelli che investono (almeno l'80%) in titoli di Stato USA e sono rivolti al mercato retail (nessun partecipante può ottenere un rimborso di più di 1 milione di USD in una sola volta); la seconda consente **il mantenimento del CNAV, ma richiede l'introduzione di una liquidity fee del 2% e della possibilità di sospendere temporaneamente (Gate) i rimborsi** per 30 giorni ove gli asset liquidi scendano al di sotto del 15% del totale delle attività. In tale ipotesi, il board del fondo dovrebbe riunirsi e valutare la necessità di deliberare tali misure, salvo decidere che non sono nell'interesse del fondo e dei partecipanti.

Sintesi della proposta di Regolamento sui FMM della Commissione Europea

La proposta di Regolamento si articola nelle seguenti sezioni: 1) le previsioni generali (artt. 1-6), che illustrano l'ambito di applicazione della proposta, definiscono i FMM e fissano le procedure di autorizzazione all'operatività; 2) le norme sulle politiche di investimento (artt. 7-20), che stabiliscono le attività nelle quali i FMM potranno investire; 3) le regole sulla gestione del rischio (artt. 21-25), che indicano le modalità di composizione del portafoglio ai fini di una corretta gestione; 4) le regole di valutazione (artt. 26-28), che definiscono le modalità di calcolo del valore del fondo; 5) le previsioni specifiche per i FMM a NAV costante (artt. 29-36); 6) le disposizioni di vigilanza (artt. 37-42), che descrivono i poteri delle autorità di controllo nei confronti di tali fondi; 7) le disposizioni finali (artt. 43-46).

1) Previsioni generali (artt. 1-6) – La proposta riguarda tutti i fondi di mercato monetario istituiti, gestiti o venduti nel territorio dell'Unione Europea. Ai sensi del Regolamento, si qualificano come FMM i fondi (UCITS o AIFs) che investono in strumenti finanziari a breve termine e hanno come specifico obiettivo quello di offrire rendimenti in linea con quelli del mercato monetario e/o di preservare il valore dell'investimento. L'articolo 3 stabilisce la necessità di un'autorizzazione esplicita per i FMM, che per gli UCITS può avvenire secondo le procedure previste dalla omonima direttiva, mentre per i FMM rientranti nell'ambito della AIFMD viene definita una apposita procedura nel Regolamento stesso (art. 4). L'articolo 5 restringe l'uso della denominazione Fondo di Mercato Monetario o che contenga parole riconducibili al mercato monetario in senso ampio (cash, liquidità, deposito, ecc) ai soli fondi autorizzati ai sensi del Regolamento.

2) Politiche di investimento (artt. 7-20) – La proposta di Regolamento descrive le politiche di investimento ammissibili. Queste regole rappresentano una *lex specialis* rispetto alle norme generali di investimento dei fondi UCITS e sono in generale più restrittive. I FMM potranno investire in strumenti di mercato monetario, depositi presso enti creditizi, strumenti derivati e pronti contro termine (in cui il fondo acquista a pronti e vende a termine); sono invece vietati altri tipi di investimento, come quello azionario e in merci, così come sono vietati il prestito titoli (sia attivo che passivo), la concessione e l'assunzione di prestiti in denaro (art. 8). Gli strumenti di mercato monetario devono avere una vita residua inferiore a 397 giorni e il loro emittente - se diverso da uno stato membro, la BCE, il MSE o la BEI - deve avere ricevuto uno dei due più alti rating creditizi secondo il sistema interno di rating del gestore (art. 9). Sono fissati requisiti stringenti per gli investimenti in: titoli di cartolarizzazione (sottostante solo debito corporate di qualità con scadenza inferiore a 397 giorni – art.10); depositi bancari (ripagabili a vista e con scadenza massima 12 mesi (art. 11); derivati (solo per copertura di rischio tasso di interesse e valuta; se OTC, conclusi con primarie controparti vigilate, soggetti ad una valutazione affidabile e verificabile su base giornaliera e liquidabili/vendibili in ogni momento al loro valore di mercato – art. 12); pronti contro termine (il FMM deve poterli terminare in ogni momento e il valore dei titoli ricevuti deve essere sempre superiore a quello del denaro pagato e non può essere reimpiegato. Il sottostante devono essere titoli di mercato monetario o titoli di Stato – art. 13). I FMM dovranno rispettare obblighi di diversificazione (max 5% in titoli di un singolo emittente o esposizione verso una singola controparte per OTC; l'esposizione risultante dalla combinazione di titoli, derivati e depositi verso una singola controparte non può superare il 10% dell'attivo; max 10% complessivo in titoli di cartolarizzazione - art. 14) e limiti di concentrazione degli investimenti (non si può acquisire più del 10% degli strumenti complessivamente emessi da un singolo soggetto - art. 15). Gli articoli da 16 a 20 contengono una dettagliata disciplina delle procedure di valutazione del merito creditizio degli emittenti che i gestori sono tenuti a predisporre per evitare il rischio di un affidamento meccanico

(*mechanistic overliance*) sui rating emessi da agenzie esterne: sono fissati i criteri organizzativi per l'acquisizione e la valutazione delle informazioni; la struttura del sistema di rating interno; i requisiti di documentazione e tracciabilità delle metodologie e delle valutazioni; i criteri di governance del processo di valutazione della qualità creditizia degli emittenti.

3) Gestione del rischio (artt. 21-25) – La proposta contiene importanti misure sul profilo di liquidità delle attività del fondo. Il portafoglio dei **FMM a breve termine** dovrà avere una durata media ponderata (WAM) non superiore ai 60 giorni e una vita media ponderata (WAL) non superiore ai 120 giorni. Sono stabilite regole differenti per i **FMM cosiddetti “standard”**, che dovranno avere una durata media ponderata delle attività non superiore ai 6 mesi e una vita media ponderata non superiore ai 12 mesi. I FMM standard non possono essere a NAV costante (art. 22). Inoltre, per poter garantire il rimborso degli investitori che intendono riscattare la propria quota con un preavviso breve, i FMM dovranno detenere **almeno il 10% di attività con scadenza giornaliera e il 20% con scadenza settimanale** (art. 21). I fondi saranno inoltre tenuti ad applicare politiche di identificazione della clientela per individuare in modo corretto il rischio e i possibili effetti di richieste di rimborso contemporanee (“*know-your customer policies*”, art. 24) nonché ad effettuare esercizi di “stress test” (art 25).

4) Valutazione (artt. 26-28) - Vengono stabilite le regole per la valutazione degli investimenti dei FMM e per il calcolo del valore del fondo per unità o per azione. In tale ambito è richiesta la valorizzazione giornaliera del portafoglio al valore di mercato o con modelli solidi e basati su dati di qualità. I fondi con CNAV, in aggiunta al valore di mercato, possono utilizzare il criterio del costo ammortizzato. La differenza tra VNAV unitario e CNAV deve essere monitorata nel continuo.

5) Previsioni specifiche per i FMM a NAV costante (artt. 29-36) - Per i FMM che valutano i propri asset a NAV costante, la proposta di Regolamento impone di costituire una riserva patrimoniale (NAV buffer) pari almeno al 3% del totale delle attività del fondo (art. 29). Il NAV buffer è una riserva in denaro, tenuta in un conto bancario segregato da qualsiasi altro conto del FMM, del gestore o della banca stessa dove è registrato (art. 30). Il NAV buffer, costruito e mantenuto dal gestore o dal suo gruppo, non è rimborsabile, serve solo per mantenere allineato il valore del CNAV a quello del NAV di mercato in occasione di sottoscrizioni o rimborsi (art. 31). Ad esempio in caso di sottoscrizioni, se il CNAV a cui l'investitore sottoscrive è maggiore del NAV di mercato, la differenza positiva va ad aumentare il buffer; viceversa una eventuale differenza negativa tra CNAV e NAV di mercato viene versata al fondo addebitando il buffer. In caso il NAV buffer scenda sotto il 3% va reintegrato e, qualora rimanga di 10 b.p. sotto la soglia minima per oltre un mese, il FMM smette di utilizzare il costo ammortizzato e passa al NAV variabile (art. 32 e 33). Non è possibile alcuna altra forma di supporto esterno al prezzo del FMM (l' art. 35 definisce ciò che costituisce supporto esterno), se non in circostanze eccezionali e previa valutazione delle autorità prudenziali che vigilano sull'entità che lo fornisce (art. 36) .

6) Trasparenza e vigilanza (artt. 37-42) – I FMM sono assoggettati a regole di trasparenza ulteriori rispetto alle regole generali applicate agli altri fondi (l'art. 37 dispone che la documentazione di offerta deve chiarire che i FMM non sono garantiti e che le perdite sono a carico dell'investitore) e sono tenuti a segnalazioni di vigilanza trimestrali dettagliate (art. 38). Le autorità competenti possono esercitare nei confronti dei FMM tutti i poteri loro attribuiti dalle Direttive UCITS e AIFM. Sono poi stabiliti i ruoli delle autorità competenti sul fondo e sul gestore (art. 39), i poteri delle autorità nazionali e dell'ESMA (artt. 40-41) e le indicazioni per la cooperazione internazionale (art. 42).

7) Disposizioni finali (artt. 43-46) – Sono infine previste le norme transitorie da applicare ai fondi esistenti, che hanno 6 mesi dall'entrata in vigore per chiedere l'autorizzazione, mentre i FMM a NAV costante hanno tre anni per accumulare il NAV buffer fino al 3% (art. 43), la delega di poteri

alla Commissione per l'adozione di atti delegati in relazione ad alcuni articoli del Regolamento (art. 44) e le clausole di revisione della normativa (art. 45).

Raccomandazioni degli organismi internazionali in materia di FMM e proposte di regolamentazione USA e UE

Raccomandazioni IOSCO	Raccomandazioni ESRB	SEC (Rule 2a-7 e/o nuova proposta 5 giugno 2013)	Proposta di regolamento della Commissione UE
1. Definizione specifica dei FMM nella disciplina fondi comuni		Denominazione FMM o termini che la richiamano solo per i fondi che rispettano la normativa (R2a-7)	Denominazione FMM o termini che la richiamano (liquidità, cash, ecc.) solo per i fondi autorizzati ai sensi della normativa apposita
2. Limitazioni a tipologia di strumenti e rischi assumibili		<p>Individuazione degli eligible assets in termini di valuta (USD), vita residua max (397 giorni) e qualità creditizia minima (second-tier securities solo fino a 3%) (R2a-7)</p> <p>Investimento max 5% in un singolo emittente (R2a-7)</p> <p>No debito (R2a-7)</p> <p>Durata residua media e vita residua media del portafoglio non superiori, rispettivamente, a 60 e 120 giorni. (R2a-7)</p>	<p>Individuazione degli eligible assets (strumenti di mercato monetario con vita residua di 397 giorni, depositi con rimborsabilità a vista e comunque con scadenza entro 12 mesi, derivati regolamentati o con caratteristiche di liquidità), regole di diversificazione del portafoglio e dei rischi, uso dei derivati solo per copertura rischio tasso e valuta, divieto di assunzione e concessione di prestiti . Max 10% complessivo in cartolarizzazioni.</p> <p>Gli emittenti degli strumenti di mercato monetario devono rientrare nelle due più alte categorie di merito creditizio secondo il sistema interno del gestore (cfr. infra Rating).</p> <p>Questo criterio non vale per i titoli di Stato e/o BCE, ESM, ecc.</p> <p><u>FMM Standard</u> con durata residua media e vita residua media del portafoglio non superiori, rispettivamente, a 6 e 12 mesi. FMM standard non possono avere CNAV</p> <p><u>FMM a breve termine</u> con durata residua media e vita residua media del portafoglio non superiori, rispettivamente, a 60 e 120 giorni.</p>

Raccomandazioni IOSCO	Raccomandazioni ESRB	SEC (Rule 2a-7 e/o nuova proposta 5 giugno 2013)	Proposta di regolamento della Commissione UE
3. Monitoraggio dei veicoli simili ai FMM		Unica tipologia di fondi (R2a-7)	Inclusione nella disciplina di tutte le tipologie di fondi sia UCITS che AIF
4. Valorizzazione al <i>fair value</i> delle attività. Uso del costo ammortizzato solo in circostanze limitate	A.2 Valutazione delle attività al <i>fair value</i> e utilizzo della valutazione al costo ammortizzato in una serie ristretta di circostanze predefinite	Possibilità di utilizzo del costo ammortizzato e dell'arrotondamento all'unità, ma monitoraggio continuo dello <i>shadow price</i> di mercato e reazione tempestiva ogni qualvolta la deviazione supera 0,5% (R2a-7) Obbligo di calcolare e rendere noto giornalmente il NAV a valore di mercato per i fondi CNAV (opzione 2 nuova proposta 5 giugno 2013)	Valorizzazione giornaliera al <i>fair value</i> o con modelli solidi e basati su dati di qualità. I fondi con CNAV, in aggiunta al <i>fair value</i> , possono utilizzare il criterio del costo ammortizzato. La differenza tra VNAV unitario e CNAV deve essere monitorata nel continuo.
5. Revisione indipendente esterna della valorizzazione			Nessuna indicazione. Tutti fondi sono già soggetti a revisione in UE
6. Procedure per conoscere i loro investitori	B.2 Accresciuta responsabilità dei gestori dei fondi nel monitoraggio del rischio di liquidità		Procedure per individuare il numero dei partecipanti ai fondi, la quantità delle quote e le loro esigenze e comportamenti per individuare in modo corretto il rischio e i possibili effetti di richieste di rimborso contemporanee
7. Ammontare minimo di attivi liquidi per fronteggiare i rimborsi	B.1 Livelli minimi espliciti su base giornaliera e settimanale per gli attivi liquidi che i FMM devono detenere	Obbligo di detenere almeno: <ul style="list-style-type: none"> • 10% di asset con scadenza giornaliera • 30% di asset con scadenza settimanale Non più del 5% in strumenti che non possano essere veduti entro 7 giorni ad un prezzo circa uguale a quello attribuito dal fondo (R2a-7)	Obbligo di detenere almeno: <ul style="list-style-type: none"> • 10% di asset con scadenza giornaliera • 20% di asset con scadenza settimanale

Raccomandazioni IOSCO	Raccomandazioni ESRB	SEC (Rule 2a-7 e/o nuova proposta 5 giugno 2013)	Proposta di regolamento della Commissione UE
8. Effettuazione di periodici stress test	B.2 Accresciuta responsabilità dei gestori dei fondi nel monitoraggio del rischio di liquidità	Esecuzione regolare di stress test portati all'esame del board del fondo (R2a-7) Rafforzamento stress test con nuova proposta 5 giugno 2013	Regolare effettuazione di stress test che considerino ipotesi che includano cambiamenti: <ul style="list-style-type: none"> • della condizione di liquidità del portafoglio; • del rischio di credito degli strumenti in portafoglio; • nel livello dei tassi di interesse; • nel livello di rimborsi. Valutazione dell'impatto sulla differenza tra CNAV e VNAV. Esame delle risultanze nel CdA e appropriate azioni sulla base dei risultati, che andranno inviati alle autorità di vigilanza e fatti avere all'ESMA
9. Previsione di strumenti per fronteggiare condizioni eccezionali di mercato e pressioni sostanziali di rimborso	B.3 disponibilità per autorità e gestori 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.	I fondi devono sempre poter rimborsare. Ove ciò non sia possibile il fondo "break the buck", esso può sospendere i rimborsi e liquidare. Sono ammessi rimborsi in natura (R2a-7) Cfr. anche Opzione 2 riga successiva	Nessuna previsione in merito. Le autorità hanno già il potere di ordinare la sospensione dei rimborsi ai sensi delle Direttive UCITS e AIFMD. Anche i gestori possono introdurre strumenti come i <i>gates</i> e <i>liquidity fees</i> già previsti dalla normativa UE

Raccomandazioni IOSCO	Raccomandazioni ESRB	SEC (Rule 2a-7 e/o nuova proposta 5 giugno 2013)	Proposta di regolamento della Commissione UE
<p>10. Passaggio obbligatorio al NAV variabile, dove praticabile. In alternativa, misure per rafforzare resilienza e capacità di soddisfare rilevanti rimborsi</p>	<p>A.1 adozione di un valore patrimoniale netto variabile.</p>	<p>Nuova proposta 5 giugno 2013 Due opzioni, eventualmente da combinare: 1) Passaggio obbligatorio al NAV variabile di tutti i FMM ad eccezione di quelli che investono (almeno l'80%) in titoli di Stato USA e sono rivolti al mercato retail (nessun partecipante può rimborsare più di un milione di USD in una sola volta). Per i fondi a NAV variabile, eliminazione del criterio del costo ammortizzato e arrotondamento del NAV unitario al quarto decimale 2) Mantenimento di CNAV, ma introduzione di una liquidity fee del 2% e della possibilità di sospendere temporaneamente (<i>Gate</i>) i rimborsi per 30 giorni ove gli asset liquidi scendano al di sotto del 15% del totale attivo. In tale ipotesi, il board del fondo dovrebbe riunirsi e valutare la necessità di deliberare tali misure, salvo decidere che non sono nell'interesse del fondo e dei partecipanti.</p>	<p>Passaggio al NAV variabile di tutti i FMM CNAV che non possono mantenere un NAV buffer del 3% rispetto al NAV a valori di mercato. Il NAV buffer è una riserva in denaro, tenuta in un conto bancario segregato da qualsiasi altro conto del FMM, del gestore o della banca stessa dove è registrato. Il NAV buffer, costruito e mantenuto dal gestore o dal suo gruppo non è rimborsabile, serve solo per mantenere allineato il valore del CNAV a quello del NAV di mercato in occasioni di sottoscrizioni o rimborsi. In caso il NAV buffer scenda sotto il 3% va reintegrato e, qualora rimanga sotto per oltre un mese di 10 b.p., il FMM smette di utilizzare il costo ammortizzato e passa al NAV variabile. Non è possibile alcuna altra forma di supporto esterno al prezzo del FMM, se non in circostanze eccezionali e previa valutazione delle autorità prudenziali che vigilano sull'entità che lo fornisce</p>

Raccomandazioni IOSCO	Raccomandazioni ESRB	SEC (Rule 2a-7 e/o nuova proposta 5 giugno 2013)	Proposta di regolamento della Commissione UE
11. Evitare meccanico affidamento ai rating esterni		<i>First tier securities</i> sono quelle emesse dagli emittenti che il board del fondo considera avere la più alta capacità di soddisfare le proprie obbligazioni finanziarie a breve termine (R2a-7)	Obbligo per il gestore di dotarsi e applicare in maniera coerente una rigorosa procedura interna per la valutazione della qualità creditizia degli strumenti detenuti. Tale procedura si deve basare un sistema di rating interno, i cui requisiti (completezza, documentazione, governance) sono puntualmente indicati dal regolamento stesso.
12. Più trasparenza delle metodologie di rating sui MMF da parte delle agenzie			Divieto per gestore di sollecitare o finanziare un'agenzia di rating per l'assegnazione di un rating al FMM
13. I documenti di offerta devono contenere un chiaro avviso che i FMM non garantiscono il rimborso del capitale	C.1 informazioni specifiche nella documentazione commerciale sull'assenza di una garanzia di capitale e sulla possibilità di perdite in conto capitale	Informazioni sulle singole posizioni in portafoglio fornita sul sito web entro 5 giorni lavorativi dalla fine di ogni mese (R2a-7) Informazione sul sito web dei livelli di liquidità giornaliera e settimanale nonché del NAV a valore di mercato (Nuova proposta 5 giugno 2013)	La documentazione di offerta dovrà contenere le seguenti affermazioni: <ul style="list-style-type: none"> • il FMM non è un investimento garantito; • il rischio di perdita in conto capitale e a carico dell'investitore

Raccomandazioni IOSCO	Raccomandazioni ESRB	SEC (Rule 2a-7 e/o nuova proposta 5 giugno 2013)	Proposta di regolamento della Commissione UE
<p>14. Trasparenza sulla valutazione e sulle procedure in caso di tensioni di mercato</p>	<p>C.3 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.</p>		<p>Chiara indicazione nella documentazione di offerta in senso lato che si tratta di un FMM standard o a breve termine. Informazione sui metodi di valutazioni usati e, se si tratta di CNAV, spiegazione su cosa è e come funziona il meccanismo del costo ammortizzato. Informazioni sul funzionamento (anche modalità di reintegro) del NAV buffer e su come viene usato in caso di sottoscrizioni e rimborsi</p>
<p>15. Rafforzamento della disciplina sull'uso dei PCT da parte dei FMM</p>		<p>I PCT sono possibili con sottostante <i>eligible</i> per il fondo e a condizione che le garanzie siano sempre superiori all'esposizione (R2a-7)</p>	<p>Solo i reverse repo sono <i>eligible assets</i>. Essi devono poter essere terminati dal FMM in ogni momento, il valore degli strumenti acquisiti è sempre almeno uguale a quello del denaro pagato. Non incluse ABS tra il sottostante e gli strumenti ricevuti saranno considerati nel calcolo dei limiti di diversificazione e concentrazione</p>
	<p>C.2 Inclusione nell'informativa al pubblico di riferimenti alla possibilità di sostegno da parte della società promotrice solo se tale sostegno o protezione è oggetto di un impegno irrevocabile riconosciuto nei conti della società e nei requisiti prudenziali ad essa applicabili</p>	<p>Informazione sul sito web di ogni supporto finanziario fornito dallo sponsor o da entità del gruppo (Nuova proposta 5 giugno 2013)</p>	<p>La documentazione di offerta dovrà contenere l'affermazione che il FMM non beneficia di supporto esterno per la garanzia della liquidità o la stabilizzazione del prezzo</p>

Raccomandazioni IOSCO	Raccomandazioni ESRB	SEC (Rule 2a-7 e/o nuova proposta 5 giugno 2013)	Proposta di regolamento della Commissione UE
	<p>D.1.a) Obbligo di comunicazione alle autorità delle forme di sostegno esterno al prezzo dei FMM;</p> <p>D.1.b) rafforzamento delle segnalazioni di vigilanza e condivisione tra autorità di vigilanza nazionali, europee e ESRB</p> <p>D.2 procedure di segnalazione armonizzate e di una serie di dati armonizzata</p>	<p>Obbligo di comunicazione alla SEC (nuova proposta 5 giugno 2013)</p> <p>Segnalazione mensile alla SEC (Form N-MFP) di un articolato insieme di informazioni riguardanti le posizioni e i rischi del portafoglio (R2a-7)</p> <p>Rafforzamento obblighi segnaletici con nuova proposta 5 giugno 2013</p>	<p>Non è possibile alcuna altra forma di supporto esterno al prezzo del FMM, se non in circostanze eccezionali e previa valutazione (e quindi informazione) delle autorità prudenziali che vigilano sull'entità che lo fornisce</p> <p>Segnalazione trimestrale alle autorità che include:</p> <ul style="list-style-type: none"> • tipo e caratteristiche del FMM; • indicatori di portafoglio (totale attività, NAV, durata residua media, vita residua media, spaccature sulla liquidità degli assets, ecc) • dimensione dinamica del NAV buffer • indicazione di ogni singolo strumento in portafoglio, con indicazione anche del rating assegnato • informazioni sulle passività e su paese, categoria e flussi prodotti dai partecipanti