



COMMISSIONE  
EUROPEA

Bruxelles, 4.9.2013  
SWD(2013) 316 final

**DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE**

**SINTESI DELLA VALUTAZIONE D'IMPATTO**

*che accompagna il documento*

**Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio  
sui fondi comuni monetari**

{ COM(2013) 615 final }

{ SWD(2013) 315 final }

## **1. INTRODUZIONE**

I fondi comuni monetari (FCM) sono un'importante fonte di finanziamenti a breve termine per gli enti finanziari, le società e le amministrazioni pubbliche, basti considerare che detengono circa il 22% dei titoli di debito a breve termine emessi da amministrazioni pubbliche o società e il 38% di quelli emessi dal settore bancario dell'UE<sup>1</sup>. Sul versante della domanda gli FCM costituiscono strumenti di gestione del contante a breve termine caratterizzati da elevata liquidità, diversificazione, stabilità del valore e rendimento basato sul mercato. Gli FCM sono utilizzati principalmente dalle società desiderose d'investire le eccedenze di disponibilità liquide per un periodo breve, ad esempio il tempo intercorrente fino ad una spesa importante come il pagamento degli stipendi. Più di qualsiasi altro fondo di investimento gli FCM rappresentano quindi un raccordo fondamentale fra domanda e offerta di denaro a breve termine.

Con 1 000 miliardi di euro di attività gestite, gli FCM rappresentano una categoria di fondi distinti da tutti gli altri fondi comuni e per la maggior parte (80% in base al parametro delle attività e 60% in base a quello del numero di fondi) sono soggetti alla direttiva sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM). La dimensione media di un FCM è di gran lunga superiore a quella di un fondo OICVM: un singolo FCM può ad esempio arrivare a gestire un patrimonio di 50 miliardi di euro.

Le implicazioni sistemiche degli FCM ed i loro legami con gli emittenti e le banche promotrici sono stati al centro dei lavori internazionali sul sistema bancario ombra e sono stati analizzati dal Financial Stability Board (FSB) e da altre istituzioni, come l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO) e il comitato europeo per il rischio sistemico (CERS). Gli FCM, soprattutto quelli le cui quote hanno un prezzo stabile, sono stati scelti sulla base delle caratteristiche che li accomunano ai depositi.

## **2. DEFINIZIONE DEL PROBLEMA**

Gli FCM rappresentano uno strumento conveniente per gli investitori, avendo essi caratteristiche analoghe ai depositi bancari: accesso istantaneo alla liquidità e valore stabile. Gli investitori li considerano un'alternativa sicura e più diversificata ai depositi bancari, ma in realtà gli FCM sono fondi di investimento classici e non sono esenti dai rischi inerenti agli investimenti. Ne consegue che quando i prezzi delle attività in cui sono investiti cominciano a scendere, specie in caso di mercati sotto pressione, non sempre gli FCM sono in grado di tener fede alla promessa del rimborso immediato e della salvaguardia del valore delle quote o azioni emesse. È possibile che alcuni fondi siano in grado di "puntellare" il valore delle azioni avvalendosi del sostegno del promotore, ma altri potrebbero non disporre del capitale per farlo. L'inconveniente è che gli investitori chiedono il rimborso non appena avvertono il rischio che l'FCM potrebbe non onorare le promesse di liquidità e valore stabile, il che potrebbe determinare una sorta di "corsa" al riscatto.

Questo fenomeno, caratterizzato da richieste di rimborso massicce e improvvise di un gran numero di investitori che vogliono evitare perdite riscattando al prezzo più elevato

---

<sup>1</sup> In Francia gli FCM detengono il 45% dei certificati di deposito emessi da banche e il 35% dei certificati emessi da società non finanziarie.

possibile, è rilevante sotto il profilo sistemico in quanto costringe gli FCM a vendere le loro attività rapidamente per soddisfare le richieste di rimborso. La spirale dei riscatti accelera il declino del valore patrimoniale netto del fondo (NAV) accentuando il calo del NAV ed il timore che il mercato monetario nel suo insieme sia instabile.

I problemi derivanti dalle corse al riscatto sono di natura sistemica a causa: 1) degli stretti legami tra gli FCM e l'economia reale, 2) dei loro legami con i promotori. In queste corse al riscatto vi è inoltre un aspetto rilevante sotto il profilo della protezione degli investitori, in quanto coloro che riscattano tardi sono svantaggiati rispetto a quelli che li precedono.

Il mercato degli FCM è concentrato in alcuni Stati membri: FR, IE e LU rappresentano oltre il 95% in termini di mercato delle attività gestite. Vi sono tuttavia notevoli interconnessioni con altri paesi a causa della quota elevata di investimenti ed investitori transfrontalieri e delle possibilità di contagio transfrontaliero tra l'FCM e il promotore domiciliato in un altro paese.

### **Contagio dell'economia reale**

Durante la crisi alcuni fondi hanno dovuto sospendere i rimborsi o applicare altre restrizioni in quanto la loro liquidità era insufficiente a soddisfare tutte le richieste. Privare gli investitori degli investimenti a breve termine negli FCM potrebbe ripercuotersi sugli emittenti che ricorrono agli FCM per i finanziamenti a breve termine. Dato che gli FCM svolgono un ruolo centrale nel finanziamento a breve termine di entità come banche, società o amministrazioni pubbliche, le corse degli investitori al riscatto possono avere ampie conseguenze di natura macroeconomica. Sui 1 000 miliardi di euro di investimenti degli FCM, le emissioni di banche sono la percentuale più rilevante (85%), seguite da quelle di amministrazioni pubbliche (circa il 10%) e di società (circa il 5%). Per ottenere finanziamenti a breve termine, le amministrazioni pubbliche e le società molto grandi ricorrono al mercato monetario, oltre che alle linee di credito bancarie. L'eventuale contagio del mercato dei finanziamenti a breve termine potrebbe poi causare direttamente anche grandi difficoltà per il finanziamento dell'economia reale.

### **Contagio dei promotori**

Nelle fasi in cui i valori delle attività sono in calo, gli FCM, in particolare quelli che promettono il rimborso ad un prezzo azionario stabile, fanno affidamento tradizionalmente sul sostegno discrezionale del promotore per mantenere stabile il loro NAV. I promotori possono decidere di fornire un sostegno per compensare il calo del NAV del loro fondo e spesso sono costretti a farlo per il timore che il calo del NAV, a causa del rischio di reputazione, provochi il panico che poi potrebbe estendersi agli altri loro rami di attività. Se il promotore è una banca, il rischio è ancora più acuto in quanto il panico potrebbe contagiare la clientela al dettaglio della banca provocandone il fallimento.

Durante la crisi vi sono stati vari casi in cui il promotore è intervenuto a sostegno del fondo.

Tuttavia i promotori sono ampiamente impreparati ad affrontare queste situazioni in quanto la garanzia "implicita" non è registrata come garanzia esplicita e non vengono costituite riserve di capitale a tal fine. Pertanto, secondo la dimensione del fondo e l'intensità della pressione al riscatto, il sostegno del promotore può acquistare

proporzioni superiori alle riserve di cui egli può disporre immediatamente. I principali fornitori di FCM gestiscono attività a livello mondiale per oltre 250 miliardi di euro mentre in taluni casi la liquidità a loro immediata disposizione a bilancio ammonta solo ad alcune centinaia di milioni.

### **Disparità di trattamento degli investitori**

In caso di corsa al riscatto, ogni singolo ordine di riscatto deprime il prezzo del fondo in quanto lo costringe a vendere attività con crescenti costi di liquidità. È pertanto avvantaggiato chi fa la prima mossa, mentre chi chiede il rimborso in seconda battuta (spesso gli investitori al dettaglio) deve sostenere i costi derivanti dai precedenti riscatti. Vi è pertanto un trasferimento di denaro da chi riscatta dopo a chi riscatta prima. Il costo del riscatto può rappresentare uno svantaggio considerevole per chi riscatta tardi poiché la differenza prima e dopo il riscatto può essere sostanziale.

### **Conseguenze**

Data la rilevanza sistemica del mercato monetario e dei promotori, le amministrazioni pubbliche possono essere costrette ad intervenire in caso di crisi del mercato monetario. Le autorità statunitensi hanno predisposto un piano per garantire tutto il denaro investito in FCM. Anche in Europa le autorità pubbliche hanno dovuto intervenire per fermare il contagio, la Germania emanando una legge per stabilizzare il mercato e il Lussemburgo annunciando l'adozione di tutte le misure necessarie per stabilizzare gli FCM nazionali. Le diverse reazioni delle autorità europee non hanno contribuito a rafforzare la stabilità del mercato europeo nel suo insieme, avendo provocato spostamenti di denaro verso gli FCM garantiti.

Le conseguenze della liquidazione di un FCM possono essere particolarmente dirimenti per l'investitore in quanto i riscatti sarebbero sospesi per un periodo di tempo potenzialmente molto lungo e l'importo esatto recuperato alla fine resterebbe incerto per un periodo altrettanto lungo. In caso di società che investono la loro liquidità in FCM, la sospensione potrebbe impedire loro di effettuare le spese operative previste, ad esempio pagare i salari.

### **3. ANALISI DELLA SUSSIDIARIETÀ**

Per definizione, le politiche di regolamentazione nazionali sono limitate allo Stato membro in questione. Regolamentare il profilo di prodotto e liquidità di un FCM solo a livello nazionale comporta il rischio che diversi prodotti siano tutti venduti come FCM, generando confusione tra gli investitori e impedendo di garantire pari opportunità a quanti offrono FCM a investitori professionali o al dettaglio. Analogamente, avere approcci nazionali diversi in merito alla definizione delle caratteristiche essenziali di un FCM acuirebbe il rischio di contagio transfrontaliero, soprattutto se gli emittenti e l'FCM sono situati in Stati membri diversi.

Inoltre, dato che molti operatori che offrono FCM in Europa sono domiciliati in Stati membri diversi da quelli in cui sono commercializzati i fondi, la creazione di un quadro robusto è essenziale per evitare il contagio transfrontaliero tra un FCM e il suo promotore, segnatamente quando il promotore è situato in uno Stato membro che potrebbe non disporre delle risorse di bilancio necessarie per il suo salvataggio in caso di eventuale fallimento. Se si considera che gli FCM sono domiciliati prevalentemente in

due Stati membri dell'UE (IE e LUX) in nessuno dei quali è domiciliata alcuna banca promotrice, è palese che la dimensione transfrontaliera è marcata in caso di sostegno del promotore.

Si rende pertanto necessaria un'azione a livello europeo.

#### **4. OBIETTIVI**

Gli obiettivi generali sono:

- 1) rafforzare la stabilità finanziaria del mercato interno;
- 2) migliorare la protezione degli investitori degli FCM.

Il conseguimento dei suddetti obiettivi generali comporta il raggiungimento dei seguenti obiettivi strategici più specifici:

- 1) impedire il rischio di contagio dell'economia reale;
- 2) scongiurare il rischio di contagio del promotore;
- 3) ridurre gli svantaggi per i riscatti tardivi, specie in caso di mercati sotto pressione.

I predetti obiettivi specifici richiedono il conseguimento dei seguenti obiettivi operativi:

- 1) garantire che la liquidità del fondo sia adeguata per soddisfare le richieste di rimborso degli investitori;
- 2) trasformare la struttura dell'FCM per consentirgli di onorare la promessa di stabilità anche in condizioni di mercato avverse.

#### **5. OPZIONI STRATEGICHE**

Per raggiungere il primo obiettivo operativo (garantire livelli adeguati di liquidità degli FCM), i servizi della Commissione hanno analizzato diverse opzioni strategiche riguardanti gli aspetti seguenti: tre diversi meccanismi di spese o restrizioni di rimborso, un'opzione sulla riserva di liquidità, un'opzione sulla qualità e diversificazione delle attività e opzioni sull'elaborazione del profilo del cliente da parte degli FCM.

Per raggiungere il secondo obiettivo operativo (fornire agli FCM gli strumenti per resistere a condizioni di mercato avverse), i servizi della Commissione hanno analizzato diverse opzioni strategiche riguardanti gli aspetti seguenti: un'opzione sulla trasparenza, due opzioni sulla valutazione (NAV variabile), due opzioni sulle riserve NAV, un'opzione sullo status di banca, un'opzione sull'abbinamento NAV variabile e riserva NAV e un'opzione sul rating.

## **6. VALUTAZIONE DELL'IMPATTO DELLE OPZIONI PRIVILEGIATE**

### **Obiettivo operativo 1: le opzioni prescelte sono l'aumento della liquidità e la politica "conoscere il proprio cliente"**

Le opzioni più efficaci per garantire che la liquidità del fondo sia adeguata per soddisfare le richieste di rimborso degli investitori sono l'aumento della liquidità delle attività del portafoglio e l'attuazione della politica "conoscere il proprio cliente". Le tre opzioni basate sull'imposizione di spese o restrizioni di rimborso ridurrebbero per contro drasticamente l'attrattiva degli FCM per gli investitori. Dalla consultazione emerge che potrebbero determinare una contrazione delle attività totali gestite dagli FCM, privando così l'economia reale di un importante strumento di finanziamento a breve termine. Inoltre queste opzioni che restringono le possibilità di rimborso pongono problemi sotto il profilo del possibile effetto anticiclico, che acuirebbe il rischio sistemico anziché ridurlo.

Ai fini del raggiungimento dell'obiettivo di consentire agli FCM di gestire meglio i rimborsi è più efficace aumentare la liquidità del portafoglio e nel contempo garantire che sia sufficientemente diversificato e non investito in attività di scarsa qualità. Da un lato gli investitori beneficerebbero di un migliore accesso alla liquidità e una riduzione del rischio e dall'altro il fondo potrà far fronte meglio ad eventuali forti richieste di rimborso. I costi di queste opzioni sono relativamente modesti in quanto la maggioranza degli FCM si è già dotata di regole interne che vanno in tale direzione. Anche le conseguenze per il mercato del debito a breve termine risultano gestibili, essendo solo una quota molto ridotta delle attività investita nella parte finale della curva dei rendimenti a breve termine. La politica di prevedere eventuali forti richieste di rimborso, pur non potendo di per sé impedirle, rappresenta un utile strumento per gestire i flussi di fondi in entrata e in uscita e può essere attuata a basso costo.

### **Obiettivo operativo 2: le opzioni privilegiate sono aumentare la trasparenza, garantire valutazioni stabili e limitare l'uso dei rating**

In generale, tutte le opzioni analizzate accrescerebbero, seppure in diversa misura, la stabilità finanziaria, ma nessuna raggiungerebbe questo risultato senza effetti negativi. Le opzioni prescelte consentono di trovare il miglior compromesso tra stabilità finanziaria e costi.

La riforma della metodologia di valutazione renderà palese che gli FCM sono normali fondi comuni soggetti a fluttuazioni dei prezzi. L'uso del metodo del costo ammortizzato e degli arrotondamenti consente al fondo di mantenere un prezzo stabile. Richiedere la valutazione in base ai prezzi di mercato indicherà chiaramente agli investitori che sono loro a sopportare il rischio dei loro investimenti e non il promotore del fondo, il quale non sarà più incentivato, o lo sarà meno, a fornire un sostegno. Sarebbe così ridotto il rischio di contagio dei promotori e del sistema bancario. Lasciar oscillare il NAV è pertanto l'opzione più efficace per stabilizzare il settore degli FCM e limitare il contagio del settore bancario. Non si può però escludere che taluni investitori rinuncerebbero ad investire in FCM oscillanti, il che determinerebbe in ultima analisi una contrazione del settore. Gli effetti sui gestori sono più limitati.

Permanendo dubbi sul fatto che tutti gli investitori si adatterebbero ad un FCM con NAV variabile, il fornitore di un fondo avrà la possibilità di mantenere stabile il NAV del suo fondo, ma a tal fine necessiterebbe di una riserva patrimoniale appropriata (riserva NAV) che il gestore dovrebbe finanziare. Con l'opzione che abbina oscillazione del NAV e

riserva NAV, il gestore di FCM stabili dovrà finanziare una riserva pari ad almeno il 3% delle attività gestite. Infatti, solo in tre dei casi di sostegno verificatisi durante la crisi (123 casi riguardanti FCM statunitensi) il sostegno è stato superiore al 3%. Quando il Reserve Primary Fund fallì nel 2008, perse il 3% sull'esposizione dell'1,5% nei confronti di Lehman. La riserva non garantirà appieno i detentori di FCM con NAV costante ma questo sistema costituisce un buon compromesso tra la necessità di un modello sicuro e solido con NAV costante e le capacità di finanziamento dei gestori.

Mentre l'opzione del NAV variabile ha il merito di affrontare i rischi sistemici in modo molto efficace e semplice, l'opzione che abbina i due sistemi riconosce il fatto che, qualora tutti gli FCM fossero tenuti a lasciar oscillare il loro NAV, le conseguenze per il finanziamento globale dell'economia europea potrebbero essere dirompenti.

Per quanto l'alternativa di un NAV stabile con adeguate riserve NAV non sia altrettanto soddisfacente come quella del NAV variabile, è raccomandata la predetta combinazione delle due opzioni sopra descritte, a condizioni rigorose, per garantire che la politica generale di lasciar fluttuare il NAV non metta a repentaglio il finanziamento a breve termine dell'economia europea nel suo insieme.

Per essere trasparenti circa il metodo scelto, i gestori dovranno aumentare la loro trasparenza nei confronti degli investitori. Il rischio di una massiccia corsa al riscatto a seguito di un declassamento del rating del credito può essere contenuto solo limitando l'uso dei rating, quanto meno a livello del fondo.

### **Impatto sui paesi terzi**

Il sistema bancario ombra è al centro dei lavori a livello internazionale. Le raccomandazioni della IOSCO sugli FCM, avallate dall'FSB, debbono essere attuate in ogni paese del G20. Per evitare l'arbitraggio regolamentare e il contagio intergiurisdizionale, è particolarmente importante garantire che le previste riforme in materia di liquidità e stabilità degli FCM siano applicate in maniera uniforme. Ne consegue che le opzioni prescelte nella presente valutazione d'impatto rispecchiano le raccomandazioni della IOSCO e dell'FSB.

Particolare attenzione deve essere riservata agli Stati Uniti, il principale mercato degli FCM, connesso con il mercato europeo. Gli FCM aventi sede negli USA sono importanti investitori in strumenti del mercato monetario in Europa e viceversa gli FCM aventi sede in Europa sono importanti investitori in strumenti del mercato monetario negli USA. Pertanto gli FCM su entrambi i lati dell'Atlantico rappresentano una rilevante fonte di finanziamento non solo per le società emittenti e le banche del rispettivo continente ma anche per quelle oltre Atlantico. È in corso un fitto dialogo con le autorità statunitensi, anch'esse impegnate in una riforma degli FCM, nell'intento di allineare le fasi successive della produzione normativa.

## **7. MONITORAGGIO E VALUTAZIONE**

La valutazione ex post di tutte le nuove misure legislative è una priorità per la Commissione. Anche questo futuro regolamento sarà oggetto di una valutazione completa per verificarne in particolare l'efficacia e l'efficienza per quanto riguarda il conseguimento degli obiettivi presentati nella presente relazione e per decidere se siano necessarie nuove misure o modifiche.

Per quanto riguarda gli indicatori e le fonti di informazione utilizzabili in sede di valutazione, saranno impiegati dati provenienti da fonti diverse. L'obiettivo è monitorare il livello di liquidità, i tipi di attività, gli emittenti delle attività e gli investitori degli FCM. Sulla base di questi indicatori sarà possibile trarre conclusioni in merito agli effetti della riforma sulla stabilità finanziaria.