COMMISSIONE
EUROPEA

Bruxelles, 11.5.2026
COM(2026) 350 final

RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO

sull'adeguatezza dal punto di vista sia prudenziale che economico del regolamento (UE) 2017/1131 del Parlamento europeo e del Consiglio sui fondi comuni monetari

SINTESI

Il regolamento sui fondi comuni monetari (regolamento FCM), entrato in vigore nel 2018, ha definito un quadro normativo completo per i fondi comuni monetari (FCM) dell'UE. Riconosce il ruolo fondamentale svolto da tali fondi nel finanziare l'economia, in particolare nel fornire finanziamenti a breve termine alle autorità pubbliche e alle imprese e nel rispondere alle esigenze degli investitori. Gli FCM dell'UE offrono uno strumento di investimento liquido e ben regolamentato che contribuisce al conseguimento degli obiettivi dell'Unione del risparmio e degli investimenti.

Il regolamento FCM prevede misure di salvaguardia volte a rafforzare la resilienza dei fondi comuni monetari, essenziale ai fini della fiducia degli investitori nel prodotto. La relazione della Commissione sugli FCM del 2023[1] ha rilevato che il quadro è sostanzialmente efficace nel ridurre i rischi di liquidità e ha individuato alcuni aspetti di tali rischi meritevoli di approfondimenti. La presente relazione illustra i risultati del lavoro di analisi complementare svolto sui rischi di liquidità e le conclusioni tratte in merito al miglioramento della resilienza degli FCM.

Esistono diversi fondi comuni monetari, che sperimentano shock di liquidità di diversa intensità a seconda della tipologia (con valore patrimoniale netto variabile, a bassa volatilità o costante - rispettivamente, FCM di tipo VNAV, di tipo LVNAV e di tipo CNAV), della valuta, degli investitori e degli usi. A causa di tali differenze, gli FCM mantengono riserve di liquidità superiori ai minimi prescritti, in considerazione delle caratteristiche specifiche di ciascun fondo e dei risultati delle prove di stress. Questo approccio prudente da parte dei gestori degli FCM può essere ricondotto al controllo degli investitori (reso possibile dalle norme in materia di trasparenza del regolamento FCM), alla vigilanza regolamentare e alla preoccupazione per i rischi reputazionali.

Gli FCM si sono dimostrati in grado di ricostituire le riserve di liquidità anche in periodi di stress del mercato, grazie a una gestione attiva del rischio di liquidità e a un'efficace vigilanza prudenziale. Ciò indica che i diversi meccanismi previsti dal regolamento FCM sono stati attuati in modo coerente, con il coordinamento dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA).

La presente relazione ha valutato la resilienza delle attività liquide a scadenza settimanale, che è considerata un utile parametro di riferimento per tali attività ai fini della gestione del rischio di liquidità e della vigilanza. Le conclusioni raggiunte nella presente relazione sulla base di un'ampia analisi dei dati indicano che il livello di riferimento adeguato per le attività liquide settimanali ("livello di resilienza del mercato") è 20 % per gli FCM di tipo VNAV e 40 % per gli FCM di tipo CNAV e LVNAV.

La Commissione ritiene pertanto che tali livelli di resilienza del mercato possano fungere da parametri di riferimento sia per i gestori degli FCM, in particolare per le funzioni di gestione del rischio, sia per le autorità nazionali competenti, al fine di agevolare l'individuazione delle situazioni che potrebbero giustificare un monitoraggio più attento e un rafforzamento delle attività di vigilanza.

[1] Relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio sull'adeguatezza dal punto di vista sia prudenziale che economico del regolamento (UE) 2017/1131 del Parlamento europeo e del Consiglio sui fondi comuni monetari (COM(2023) 452), EUR-Lex - 52023DC0452 - IT - EUR-Lex.

Indice

SINTESI **1**

ABBREVIAZIONI **3**

1 INTRODUZIONE **5**

2 VALUTAZIONE DELLA GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ DEGLI FCM **7**

2.1 Livelli della riserva di liquidità 7

2.2 Modalità con cui gli FCM soddisfano le richieste di riscatto 11

3 VALUTAZIONE DEI LIVELLI ADEGUATI DI RESILIENZA DEL MERCATO DEGLI FCM **14**

4 CONCLUSIONI **15**

5 ALLEGATO I: LIVELLI DELLE RISERVE DI LIQUIDITÀ **16**

5.1 Statistiche sui livelli della riserva di liquidità 16

5.2 Esempi di FCM che hanno registrato forti shock di riscatto 16

6 ALLEGATO II: COMPORTAMENTO IN TERMINI DI RISCATTI IN CONDIZIONI DI STRESS DEL MERCATO **18**

6.1 Tensioni del mercato all'inizio della pandemia di COVID-19 18

6.1.1 Impatto complessivo sul mercato **18**

6.1.2 Eterogeneità degli effetti e delle reazioni tra FCM **18**

6.2 Evento di mercato legato agli investimenti basati sulle passività 19

7 ALLEGATO III: LIVELLI DI RESILIENZA DEL MERCATO **22**

7.1 Calibrazione degli shock di riscatto 22

7.2 Calibrazione delle "soglie di resilienza del mercato" 22

ABBREVIAZIONI

ANC	Autorità nazionale competente, ossia l'autorità competente dell'FCM, quale definita all'articolo 2, punto 17), del regolamento FCM
BCE	Banca centrale europea
CERS	Comitato europeo per il rischio sistemico
Direttiva sui GEFIA	Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi
DLA	Attività liquide a scadenza giornaliera, conformemente agli obblighi previsti all'articolo 24, paragrafo 1, lettere c) e d), e all'articolo 25, paragrafo 1, lettera c), del regolamento FCM
ESMA	Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati
EUR	Euro
FCM	Fondo comune monetario. Salvo diversa indicazione (ad esempio FCM statunitensi), per FCM si intendono i fondi domiciliati nell'UE.
FCM di tipo CNAV	FCM con valore patrimoniale netto costante che investe in debito pubblico, quale definito all'articolo 2, punto 11), del regolamento FCM
FCM di tipo LVNAV	FCM con valore patrimoniale netto a bassa volatilità, quale definito all'articolo 2, punto 12), del regolamento FCM
FCM di tipo VNAV	FCM con valore patrimoniale netto variabile, quale definito all'articolo 2, punto 13), del regolamento FCM
FSB	Consiglio per la stabilità finanziaria
GBP	Lira sterlina
Gestore di FCM	Gestore del fondo comune monetario, quale definito all'articolo 2, punto 23), del regolamento FCM
LMT	Strumento di gestione della liquidità
LRM	Gestione del rischio di liquidità
NAV	Valore patrimoniale netto
OICVM	Organismo d'investimento collettivo in valori mobiliari
Regolamento FCM	Regolamento (UE) 2017/1131 sui fondi comuni monetari
Relazione sugli FCM del 2023	Relazione della Commissione al Parlamento e al Consiglio sull'adeguatezza dal punto di vista sia prudenziale che economico del regolamento (UE) 2017/1131 del Parlamento europeo e del Consiglio sui fondi comuni monetari (COM(2023) 452)
SIU	Unione del risparmio e degli investimenti, iniziativa della Commissione europea volta a offrire migliori possibilità finanziarie alla popolazione nell'UE rafforzando nel contempo la capacità del sistema finanziario di collegare il risparmio a investimenti produttivi
USD	Dollaro statunitense
WAL	Vita media ponderata, quale definita all'articolo 2, punto 20), del regolamento FCM

WAM	Scadenza media ponderata, quale definita all'articolo 2, punto 19), del regolamento FCM
WLA	Attività liquide a scadenza settimanale, conformemente agli obblighi previsti all'articolo 24, paragrafo 1, lettere e) e f), e all'articolo 25, paragrafo 1, lettera d), del regolamento FCM

1 INTRODUZIONE

Gli FCM svolgono un ruolo fondamentale nel sistema finanziario in quanto strumenti di gestione della liquidità per le imprese e in quanto opportunità per gli investitori alla ricerca di investimenti a bassa volatilità con rendimenti superiori rispetto a quelli dei depositi bancari. L'aumento delle attività degli FCM dell'UE registrato negli ultimi cinque anni (+ 45 % dal 2019 al 2024) dimostra il successo del quadro giuridico instaurato. A fine 2024, nell'UE 455 FCM detenevano attività totali per circa 1 950 miliardi di EUR. Gli FCM dell'UE sono stabiliti principalmente in Irlanda, Lussemburgo e Francia. Tali fondi rappresentano uno strumento di investimento regolamentato che contribuisce a diversificare le possibilità di investimento e la gestione del rischio, in linea con gli obiettivi dell'Unione del risparmio e degli investimenti. Offrono inoltre ulteriori opzioni di finanziamento alle imprese dell'UE, consentendo loro di crescere, innovare e creare posti di lavoro.

Gli FCM dell'UE in sintesi

- Denominati in EUR (~ 45 %), USD (~ 32 %) e GBP (~ 23 %)
- Stabiliti in Irlanda (44 %), Lussemburgo (30 %) e Francia (24 %)
- Di proprietà di investitori professionali (90 %), compresi investitori di paesi terzi per gli FCM domiciliati in Irlanda (77 %) e in Lussemburgo (63 %)
- FCM di tipo LVNAV (~ 46 %), FCM di tipo VNAV (~ 43 %) e FCM di tipo CNAV (~ 11 % del NAV)

Fonte: ESMA, *EU MMF market 2023*, e dati del T4 2024.

Il regolamento FCM, entrato in vigore nel 2018, ha istituito un quadro normativo e di vigilanza completo per gli FCM dell'UE che "*forniscono finanziamenti a breve termine agli enti finanziari, alle società o alle amministrazioni pubbliche [e] concorrono al finanziamento dell'economia dell'Unione*" (considerando 1 del regolamento FCM).

La direttiva GEFIA e la direttiva OICVM sono state riviste per introdurre un quadro rafforzato e meglio armonizzato di gestione del rischio di liquidità, in particolare imponendo ai gestori l'obbligo di selezionare da un elenco prescritto almeno uno strumento di gestione della liquidità e attuarlo. Applicabile dal 16 aprile 2026, tale quadro migliora la coerenza tra i fondi e rafforza la stabilità finanziaria complessiva.

Il regolamento FCM mette a disposizione un quadro armonizzato per rafforzare la resilienza del settore e attenuare il rischio sistemico, con disposizioni riguardanti, tra l'altro, le attività ammissibili, la composizione del portafoglio, la valutazione, la gestione del rischio, il divieto di ricorso alla leva finanziaria, la trasparenza e l'informativa. Le prescrizioni in materia di composizione del portafoglio sono una delle colonne portanti del regolamento FCM. Rientrano in tale ambito le disposizioni volte a garantire la liquidità dell'FCM, ad esempio in tema di riserve di liquidità e di ruolo e compiti del gestore dell'FCM (quali i limiti di scadenza e la qualità creditizia[2] - cfr. infra). I diversi tipi di FCM dell'UE, le loro caratteristiche principali e le relative prescrizioni normative sono riportati nella tabella 1. La tabella riporta le soglie regolamentari minime per le attività liquide a scadenza giornaliera e a scadenza settimanale (DLA e WLA) che gli FCM devono detenere. Le soglie minime previste dal regolamento FCM sono intese ad assicurare, insieme ad altre misure di salvaguardia, che gli FCM possano far fronte nel tempo alle richieste di riscatto da parte degli investitori.

[2] I gestori degli FCM hanno la responsabilità di garantire il rispetto del regolamento FCM. A loro spettano compiti specifici, quali la valutazione della qualità creditizia delle attività degli FCM e lo svolgimento di prove di stress, la valutazione delle attività e l'informativa agli investitori.

Tabella 1 – Caratteristiche fondamentali degli FCM dell'UE e relative prescrizioni

	FCM a breve termine			FCM standard
	Valore patrimoniale netto stabile		Valore patrimoniale netto variabile (VNAV)	
Prescrizioni	**CNAV**	**LVNAV**	**VNAV a breve termine**	**VNAV standard**
WAM	Massimo 60 giorni			Massimo 6 mesi
WAL	Massimo 120 giorni			Massimo 12 mesi
Scadenza delle attività	Massimo 397 giorni			Massimo 2 anni, con revisione a 397 giorni
DLA	Minimo 10 %		Minimo 7,5 %	
WLA	Minimo 30 % (compreso fino al 17,5 % di debito pubblico con scadenza entro 190 giorni)		Minimo 15 %	
Altro	Divieto di leva finanziaria, diversificazione, requisiti di qualità creditizia, trasparenza e informativa			

Dalla relazione pubblicata dalla Commissione nel 2023[3] (relazione sugli FCM del 2023) risulta che "*il regolamento FCM ha superato positivamente la prova relativa allo stress di liquidità subito dagli FCM durante le turbolenze di mercato legate alla COVID-19 del marzo 2020, i recenti aumenti dei tassi di interesse e la conseguente modifica dei prezzi delle attività finanziarie*"[4]. Pur concludendo che il quadro è stato sostanzialmente in grado di garantire la resilienza del settore, la relazione ha evidenziato alcuni aspetti della gestione del rischio di liquidità che richiedevano approfondimenti ai fini della certezza della resilienza degli FCM.

Dando seguito alla relazione sugli FCM del 2023, la presente relazione valuta il funzionamento degli FCM sulla base di un ampio lavoro di analisi, attingendo a molteplici fonti di dati[5] e consultazioni[6] per esaminare le modalità di gestione dei rischi di liquidità. Esamina il modo in cui gli FCM reagiscono agli shock di liquidità e il modo in cui i gestori attenuano il rischio di liquidità, in particolare tramite le riserve di liquidità.

La presente relazione presenta le constatazioni fondamentali della valutazione della gestione della liquidità degli FCM (sezione 2) e un'analisi dei livelli adeguati di resilienza del mercato (sezione 3). Gli allegati espongono un'analisi tecnica più approfondita di questi temi.

[3] La Commissione adotta una relazione sul funzionamento del regolamento sui fondi comuni monetari (FCM) — Finanze.
[4] Relazione sugli FCM del 2023, pag. 24.
[5] I dati sono stati raccolti dalle fonti seguenti: Crane Data, Morningstar, ESMA, e ANC.
[6] Consultazione mirata della Commissione sul funzionamento del regolamento sui fondi comuni monetari, del 12 aprile 2022, e consultazione mirata della Commissione volta a valutare l'adeguatezza delle politiche macroprudenziali per l'intermediazione finanziaria non bancaria (NBFI), del 22 maggio 2024.

2 VALUTAZIONE DELLA GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ DEGLI FCM

2.1 Livelli della riserva di liquidità

La Commissione ha analizzato le riserve di liquidità a livello di intero settore (macroanalisi) e a livello di singoli FCM (microlivelli) per comprendere come sono determinati i livelli e se il mercato mostra un comportamento coerente.

Constatazione fondamentale 1: la maggior parte degli FCM dell'UE detiene riserve di liquidità ben al di sopra dei requisiti minimi stabiliti nel regolamento FCM

I livelli delle riserve di liquidità adottati dagli FCM sono notevolmente diversificati e dipendono dalla situazione specifica di ciascun fondo, in particolare dall' esposizione a richieste di riscatto di entità variabile a seconda della base di investitori. Tra il primo trimestre del 2020 e il quarto trimestre del 2025 le attività liquide a scadenza giornaliera detenute dagli FCM di tipo VNAV sono state in media almeno pari al 19 % e quelle a scadenza settimanale al 29 % a fronte di minimi normativi rispettivamente del 7,5 % e del 15 %, mentre gli FCM di tipo CNAV e LVNAV hanno mantenuto riserve ancora più elevate, con una media del 36 % di attività liquide a scadenza giornaliera e del 54 % di attività liquide a scadenza settimanale a fronte di soglie regolamentari minime rispettivamente del 10 % e del 30 %.

La tabella 2 illustra la distribuzione delle attività liquide a scadenza giornaliera e delle attività liquide a scadenza settimanale per tipo di FCM su un periodo di sei anni. Per quanto riguarda la distribuzione delle attività liquide a scadenza settimanale per gli FCM di tipo LVNAV, ad esempio, la riserva media è stata del 50 %, a fronte di una riserva media per gli FCM di tipo LVNAV inferiore al 43 % per il 25º percentile e di una riserva media del 54 % per il 75º percentile. Questi dati mostrano che la stragrande maggioranza degli FCM di tipo LVNAV (75 %) deteneva in media attività liquide a scadenza settimanale superiori al 43 %. Risultati analoghi sono osservabili per le altre categorie di FCM e per le rispettive attività liquide a scadenza giornaliera.

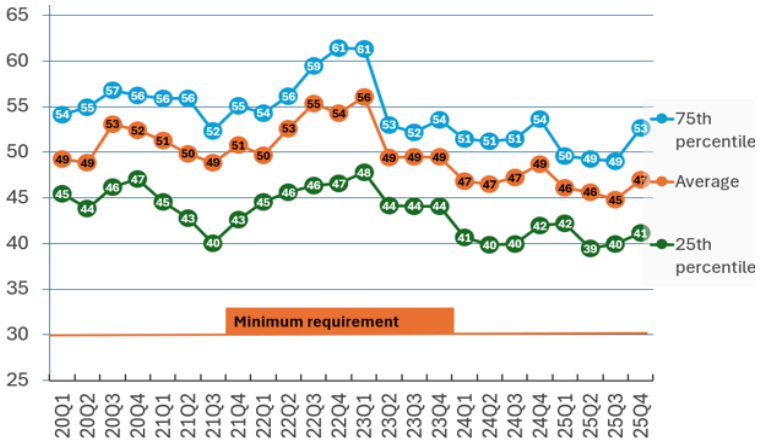
Tabella 2 – Distribuzione delle DLA e delle WLA per tipo di FCM su un periodo di sei anni (in % del NAV dell'FCM)

		Tipo di FCM			
		CNAV	LVNAV	VNAV a breve termine	VNAV standard
DLA	25° percentile	24 %	25 %	11 %	8 %
	Media	40 %	33 %	22 %	15 %
	75° percentile	53 %	38 %	28 %	18 %
WLA	25° percentile	41 %	43 %	22 %	16 %
	Media	59 %	50 %	35 %	24 %
	75° percentile	76 %	54 %	43 %	28 %

Fonti: Commissione europea sulla base dei dati ESMA dal T1 2020 al T4 2025.

Il fatto che la maggior parte degli FCM dell'UE detenga riserve di liquidità ben superiori ai requisiti minimi stabiliti nel regolamento FCM si spiega con l'approccio generalmente prudente adottato dagli FCM dell'UE, dettato da una forte vigilanza, dal controllo degli investitori (facilitato dagli obblighi di trasparenza previsti dal regolamento FCM) e da una acuita sensibilità ai rischi reputazionali. Tale comportamento rimane relativamente stabile nel tempo, con alcune variazioni (cfr. grafico 1 sugli FCM di tipo LVNAV e allegato I). Il grafico 1 mostra che il livello più basso osservato tra il 2020 e il 2025 è stato una riserva di liquidità media del 45 % e che il 25º percentile non è mai sceso al di sotto di una media del 40 % (T2 2025).

Grafico 1 – Andamento della distribuzione delle WLA per gli FCM di tipo LVNAV



Fonte: Commissione europea sulla base dei dati ESMA dal T1 2020 al T4 2025.
N. B.: andamento delle WLA medie e del 25º e 75º percentile delle WLA (in percentuale del NAV) negli FCM di tipo LVNAV.

Andamenti analoghi si osservano per altri requisiti quantitativi previsti dal regolamento FCM, evidenziando un approccio prudente in tutto il settore degli FCM. Ad esempio, i livelli della WAL sono rimasti ben al di sotto dei massimi regolamentari applicabili. Per gli FCM di tipo CNAV, LVNAV e VNAV a breve termine, i livelli medi e mediani della WAL hanno generalmente oscillato tra 40 e 65 giorni a fronte di un massimo regolamentare di 120 giorni. Ciò indica che le scadenze delle attività sono, in media, di due o tre volte più brevi del limite regolamentare, il che **consente un rimborso più rapido e agevola la ricostituzione delle riserve di liquidità**. Gli FCM di tipo VNAV standard hanno presentato livelli di WAL più elevati, con livelli medi e mediani intorno a 110-125 giorni, ben al di sotto del massimo regolamentare di 360 giorni[7].

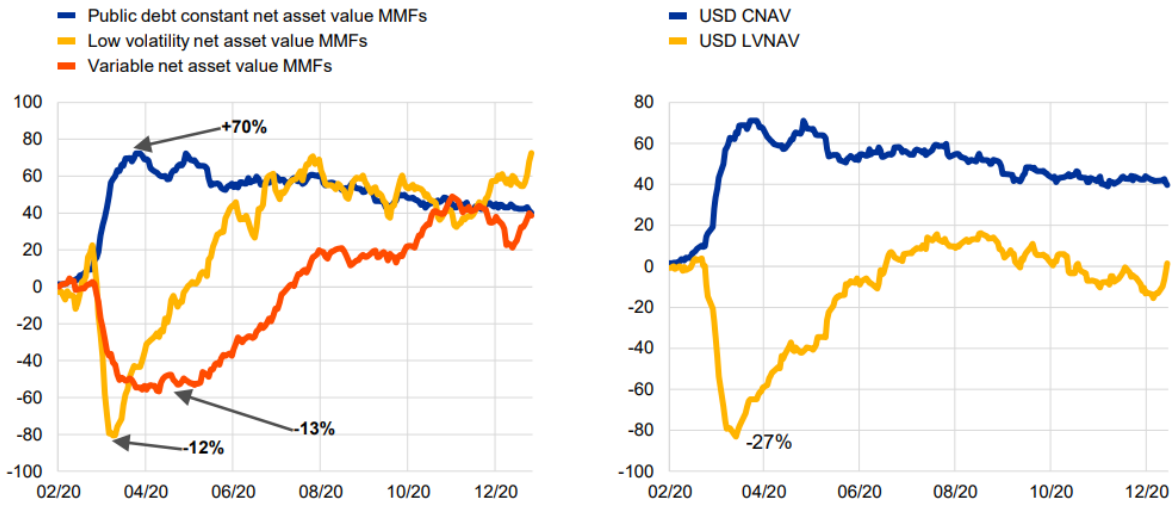
Constatazione fondamentale 2: gli FCM detengono riserve di liquidità di diverso livello, a causa delle loro diverse caratteristiche legate all'esposizione a potenziali shock di liquidità di diversa entità

Gli FCM operano generalmente con riserve superiori ai minimi normativi, nonostante le possibili differenze. Ciò è dovuto al fatto che gli FCM hanno caratteristiche diverse, tra cui la categoria (VNAV, LVNAV o CNAV), la valuta di denominazione, la composizione della base di investitori e i casi d'uso (cfr. allegato II). Sono pertanto potenzialmente soggetti a shock di liquidità di diversa entità. Persino FCM di tipo e valuta simili non presentano la stessa vulnerabilità agli shock di liquidità.

Durante l'evento di mercato connesso alla COVID-19, in media gli FCM hanno sperimentato shock di riscatto (cfr. grafico 2) che sono risultati **gestibili tramite le riserve di liquidità**. Il grafico 2 mostra che, nell'arco di un mese, gli FCM di tipo VNAV hanno registrato prelievi pari a circa il 13 %, a fronte di una riserva di liquidità settimanale minima del 15 %. Gli FCM di tipo LVNAV hanno registrato deflussi pari a circa il 12 %, e al 27 % per i fondi denominati in USD, a fronte di una riserva di liquidità settimanale del 30 %. Per contro gli FCM di tipo CNAV hanno registrato afflussi significativi durante la fase iniziale della pandemia di COVID-19.

[7] Relazione dell'ESMA sugli FCM (2023) e Crane Data.

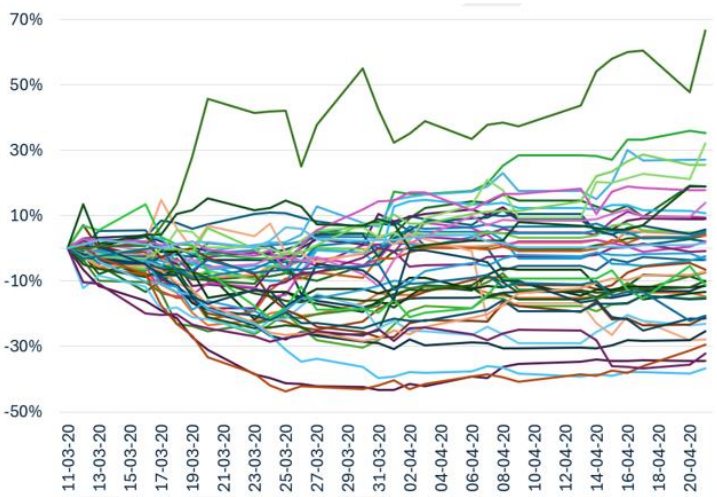
Grafico 2 – Flussi netti cumulativi registrati dagli FCM all'inizio dell'evento di mercato connesso alla COVID-19



Fonti: relazione del CERS, *Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds*, luglio 2021.
N. B.: flussi giornalieri cumulativi netti ripartiti per tipo di FCM ed espressi in miliardi di euro (asse y). I valori positivi indicano sottoscrizioni nette, i valori negativi indicano riscatti netti. Le percentuali indicano i flussi di fondi rispetto al valore patrimoniale netto di ciascun tipo di fondo.

Gli FCM di tipo LVNAV in USD hanno sperimentato un forte shock di riscatto durante l'evento di mercato connesso alla COVID-19. L'impatto è stato tuttavia estremamente disomogeneo all'interno di questa tipologia di FCM: il 6 % ha registrato deflussi netti cumulativi superiori al 30 %, mentre il 10 % non ha registrato alcun riscatto. Tra questi due estremi si sono osservati vari livelli intermedi di afflussi o deflussi, come mostra il grafico 3. Le linee rappresentano i flussi netti cumulativi di singoli FCM di tipo LVNAV in USD nell'arco di circa cinque settimane durante l'evento di mercato connesso alla COVID-19.

Grafico 3 – Flussi cumulativi di singoli FCM di tipo LVNAV in USD durante l'evento di mercato connesso alla COVID-19



Fonti: Crane Data e ANC.
N. B.: ciascuna linea rappresenta i flussi netti cumulativi in percentuale del NAV (asse y) degli FCM di tipo LVNAV in USD con un NAV superiore a 1 miliardo di EUR. I valori positivi indicano sottoscrizioni nette, i valori negativi indicano riscatti netti. Questi esempi mostrano che, sebbene gli FCM di tipo LVNAV in USD abbiano registrato riscatti significativi durante l'evento di mercato connesso alla COVID-19, gli effetti su di essi sono stati disomogenei in tale tipologia di FCM.

2.2 Modalità con cui gli FCM soddisfano le richieste di riscatto

Le condizioni di stress del mercato, ad esempio durante gli eventi di mercato legati alla pandemia di COVID-19 e ai fondi di investimento basati sulle passività (LDI), offrono preziose informazioni sulla dinamica della gestione della liquidità in tali circostanze. La Commissione ha analizzato la capacità degli FCM di ricostituire le riserve di liquidità, anche in condizioni di stress del mercato. Sulla base di ampie serie di dati, l'analisi si è concentrata su due livelli: 1) il mercato nel suo insieme; e 2) un esame più approfondito degli FCM che hanno dovuto far fronte agli shock di liquidità più gravi.

Constatazione fondamentale 3: gli FCM sono in grado di ricostituire le riserve di liquidità in presenza di forti pressioni per i riscatti, anche in condizioni di stress del mercato

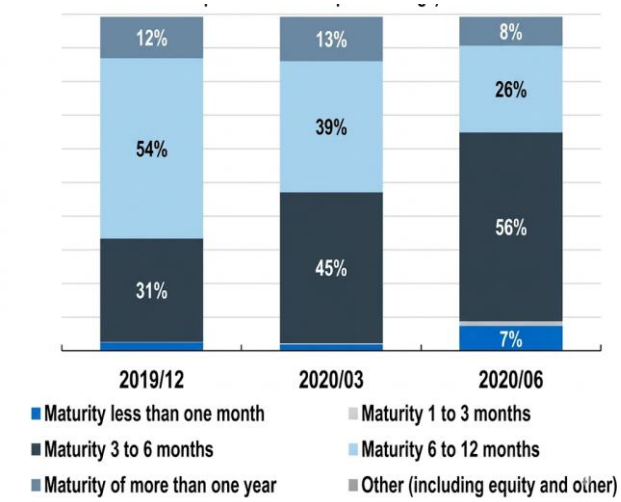
In normali condizioni di mercato, solitamente gli FCM mantengono e ricostituiscono le riserve di liquidità grazie ad "operazioni meccaniche", attuate non soltanto tramite cicli continui di rinnovo delle attività a scadenza a breve termine di alta qualità (carte commerciali/certificati di deposito/buoni del Tesoro[8]) con reinvestimento della liquidità in nuove attività a scadenza a breve termine, ma anche tramite operazioni sul mercato secondario e il ricorso a finanziamenti garantiti overnight (ad esempio, operazioni di acquisto con patto di rivendita) che possono essere aumentati o ridotti su base giornaliera. Questo processo è regolamentato e sorvegliato sulla base di rigide prescrizioni in materia di scadenza previste dal regolamento FCM, in particolare la WAL, che limita la scadenza media complessiva delle attività degli FCM e la scadenza per ogni singola attività (cfr. tabella1).

In condizioni di stress del mercato la "ricarica" degli FCM passa dalle operazioni meccaniche a "operazioni difensive". Con l'accelerazione dei riscatti e il deterioramento della liquidità del mercato secondario, i gestori degli FCM accelerano attivamente la generazione di liquidità mediante la liquidazione delle posizioni e riducono l'esposizione ai prezzi di mercato (cfr. grafico 4). A tal fine adeguano la composizione del portafoglio per ridurre la WAM (sensibilità al prezzo di mercato) e la WAL (scadenza media)[9] concentrando i reinvestimenti nelle obbligazioni con la liquidità più elevata e la durata più breve. Ciò consente agli FCM di accelerare il ritmo di ricostituzione delle riserve di liquidità. Il grafico 3 mostra l'evoluzione dei portafogli obbligazionari degli FCM prima della pandemia di COVID-19 e al suo inizio. Da esso si evince che, nel settore nel suo complesso, tra dicembre 2019 e giugno 2020 la percentuale di obbligazioni a scadenza più breve (3-6 mesi) in portafoglio è quasi raddoppiata.

[8]Gli FCM investono in strumenti a breve termine quali carte commerciali (CP), certificati di deposito (CD) e buoni del Tesoro (BOT) per offrire agli investitori rendimenti liquidi e a basso rischio.

[9] Il rischio di mercato è proporzionale alla durata finanziaria delle obbligazioni. Abbreviando la scadenza delle obbligazioni detenute, i portafogli degli FCM, risultano meno esposti al rischio di mercato in caso di conversione delle obbligazioni in liquidità in un arco temporale più breve.

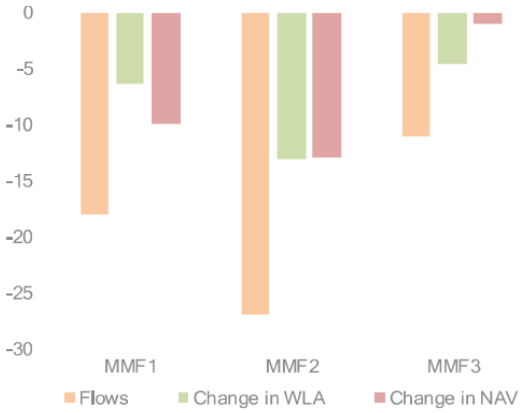
Grafico 4 – Evoluzione della composizione del debito degli FCM



Fonte: EFAMA, *European MMFs in the COVID-19 market turmoil*, novembre 2020.

N. B.: disaggregazione per scadenza dei debiti nel portafoglio degli FCM, espressa in percentuale del totale delle attività degli FCM.

Grafico 5 – Trade-off tra WLA e scostamento del NAV



Fonte: relazione dell'ESMA, *Vulnerabilities in money market funds*, 2021.

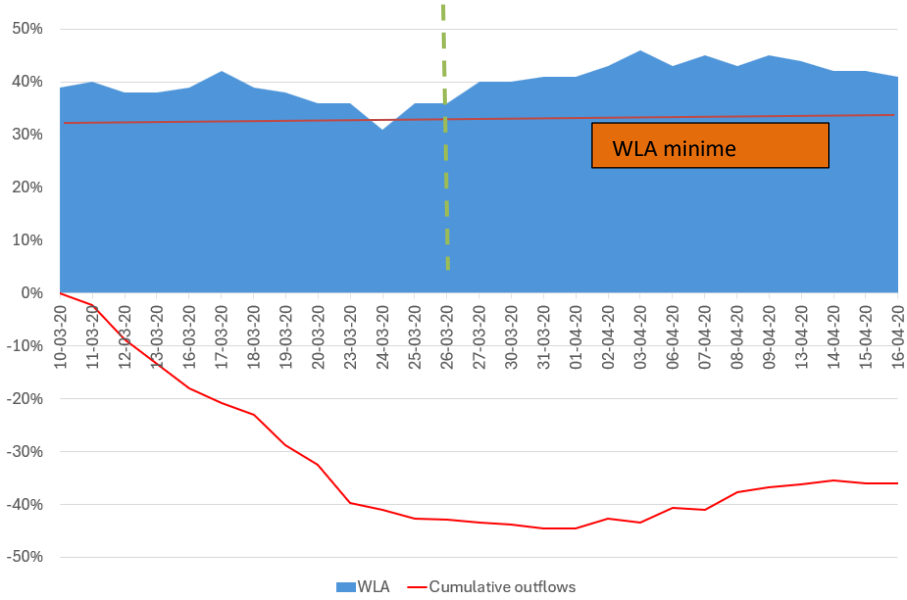
N. B.: flussi netti su 7 giorni, WLA in percentuale del NAV e scostamento del NAV (in punti base), al 25 marzo 2020.

A livello di singoli FCM, l'analisi dei fondi che hanno registrato ingenti richieste di riscatto ha mostrato un andamento analogo: i fondi hanno privilegiato il mantenimento della liquidità e, dopo aver attinto alle riserve di liquidità, sono riusciti a ricostituirle rapidamente (cfr. grafico 6 a titolo illustrativo e allegato I). Nel complesso gli shock di riscatto sperimentati dai singoli FCM hanno rappresentato cifre inferiori all'importo delle riserve di liquidità mantenute, consentendo ai fondi di soddisfare rapidamente le richieste di riscatto. Il grafico 6 illustra l'esempio di un FCM di tipo LVNAV che ha registrato uno scenario di riscatto estremo, indicando il modo in cui ha mantenuto nel periodo di riferimento le riserve di liquidità settimanali al di sopra dei minimi normativi. Nonostante il deflusso del 45 % registrato nel periodo, le WLA non sono scese al di sotto del 30 %[10].

Occorre sottolineare che gli FCM di tipo LVNAV hanno mantenuto le WLA attraverso l'ammortamento del portafoglio o la vendita di attività, in un contesto di differenziali bid/ask più ampi. Ciò potrebbe aver determinato scostamenti del NAV, in particolare in caso di vendita di attività meno liquide come carte commerciali e certificati di deposito. Tali scostamenti del NAV sono illustrati nel grafico 5. Il mantenimento delle WLA potrebbe pertanto aver richiesto la vendita di attività meno liquide, contribuendo a determinare scostamenti del NAV.

[10] Va osservato che il settore è stato sostenuto anche dall'intervento della banca centrale sui mercati delle carte commerciali, che ha contribuito a evitare ripercussioni più gravi sugli FCM già sotto pressione.

Grafico 6 – Esempio di scenario peggiore relativo a un FCM di tipo LVNAV interessato da un forte shock di liquidità



Fonti: Crane Data e ANC.

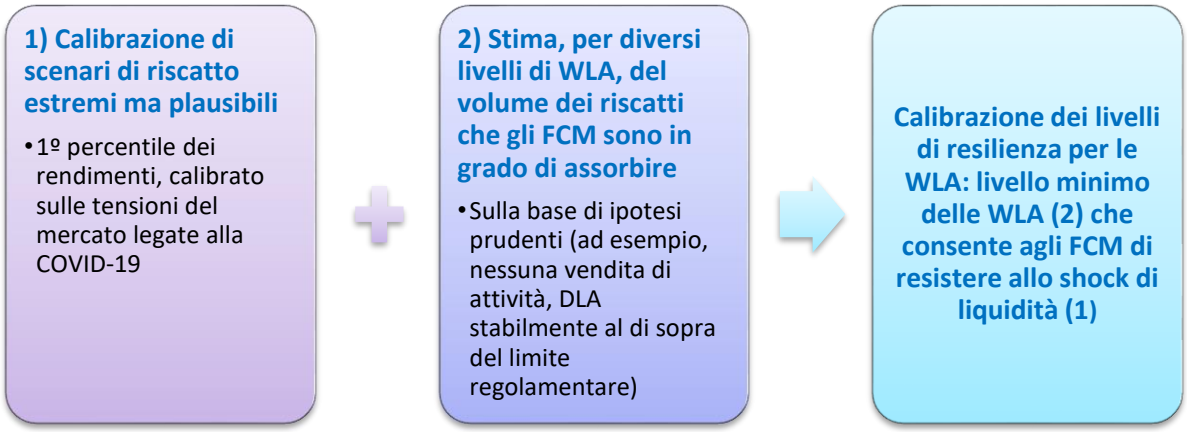
N. B.: esempio di un FCM di tipo LVNAV interessato da deflussi molto consistenti, che illustra l'impatto sulle WLA e la successiva ricostituzione della liquidità. Cfr. altri esempi nell'allegato I.

3 VALUTAZIONE DEI LIVELLI ADEGUATI DI RESILIENZA DEL MERCATO DEGLI FCM

Nella presente sezione è esaminata la resilienza del settore degli FCM dell'UE a fronte di un aumento significativo delle richieste di riscatto. Come illustrato nelle sezioni precedenti, le riserve di liquidità svolgono un ruolo fondamentale nel soddisfare le richieste di riscatto, in particolare nei periodi in cui i mercati a breve termine possono risultare illiquidi. Per effettuare tale analisi, la Commissione ha calcolato il livello minimo di WLA ("livello di resilienza per le WLA") che, se mantenuto dagli FCM, consentirebbe loro di far fronte a richieste di riscatto consistenti mantenendo le DLA al di sopra del minimo regolamentare.

La metodologia è sintetizzata di seguito e i dati corrispondenti sono presentati nell'allegato III.

Fasi principali della metodologia applicata per calibrare il livello di resilienza per le WLA



Constatazione fondamentale 4: per resistere a condizioni di stress del mercato, sono generalmente sufficienti livelli di resilienza per le WLA pari al 40 % per gli FCM con NAV stabile e al 20 % per gli FCM di tipo VNAV.

L'analisi mostra che livelli di resilienza per le WLA pari al 40 % per gli FCM con NAV stabile e al 20 % per gli FCM di tipo VNAV sono generalmente sufficienti per resistere a condizioni di stress del mercato (cfr. anche allegato III). Più specificamente, il mantenimento delle WLA a tali livelli di resilienza o al di sopra consentirebbe agli FCM dell'UE di resistere a gravi shock di riscatto senza vendite di emergenza delle attività e continuando a mantenere le DLA al di sopra dei minimi normativi. Il mantenimento delle DLA al di sopra del minimo contribuisce a garantire liquidità immediata per i rimborsi, soprattutto nei periodi di stress in cui gli FCM possono registrare richieste di riscatto per diversi giorni consecutivi.

Ciò significa che, **da una prospettiva di mercato**, l'applicazione uniforme di tali livelli di resilienza rafforzerà la capacità degli FCM dell'UE di resistere a condizioni di stress del mercato e di attenuare la propagazione degli shock al resto del sistema finanziario e all'economia.

La Commissione ritiene pertanto che tali livelli di resilienza per le WLA possano fungere da punti di riferimento pratici per la gestione del rischio di liquidità. Dal punto di vista della vigilanza, potrebbero anche fungere da indicatori di allerta precoce, stimolando un monitoraggio più attento e un rafforzamento delle attività di vigilanza da parte delle ANC, in presenza di FCM che operano costantemente al di sotto dei livelli di resilienza individuati. Pertanto tali **livelli di resilienza per le WLA potrebbero essere impiegati per individuare le situazioni che richiedono maggiore attenzione da parte dei gestori degli FCM, in particolare i loro gruppi di gestione del rischio, e un**

rafforzamento delle attività di vigilanza da parte delle rispettive ANC nei confronti dei gestori degli FCM.

È opportuno sottolineare che è improbabile che molti FCM subiscano shock di riscatto dell'entità utilizzata per calibrare i livelli di resilienza per le WLA. Come mostra la presente relazione, gli FCM non sono omogenei; la loro esposizione agli shock di liquidità dipende dalle rispettive caratteristiche specifiche e dalla base di investitori. Inoltre la calibrazione dei livelli di resilienza per le WLA si basa su ipotesi prudenti, in particolare sull'ipotesi che, una volta raggiunto il minimo normativo, le DLA non sono usate.

Pertanto, **in considerazione dell'eterogeneità del settore degli FCM e dei tipi di fondi (constatazione fondamentale 2), fissare come nuovi minimi normativi vincolanti i livelli di resilienza per le WLA individuati non è provvedimento proporzionato.** La Commissione ritiene piuttosto che tali livelli di resilienza per le WLA possano fungere da parametri di riferimento per la vigilanza e la gestione del rischio, aiutando i gestori degli FCM e le ANC a individuare le situazioni che potrebbero richiedere un monitoraggio più attento e attività di vigilanza rafforzate.

4 CONCLUSIONI

Le conclusioni della presente relazione intendono servire di base per migliorare la gestione della liquidità da parte dei gestori degli FCM e la vigilanza sugli FCM da parte delle ANC. Le constatazioni riportate nella sezione 2 evidenziano che, nel settore, i livelli di liquidità sono diversi, sebbene generalmente ben superiori alle soglie minime previste dal regolamento FCM. Nel complesso il settore degli FCM ha gestito i rischi di liquidità in modo responsabile, sia in circostanze normali sia in periodi di tensione del mercato.

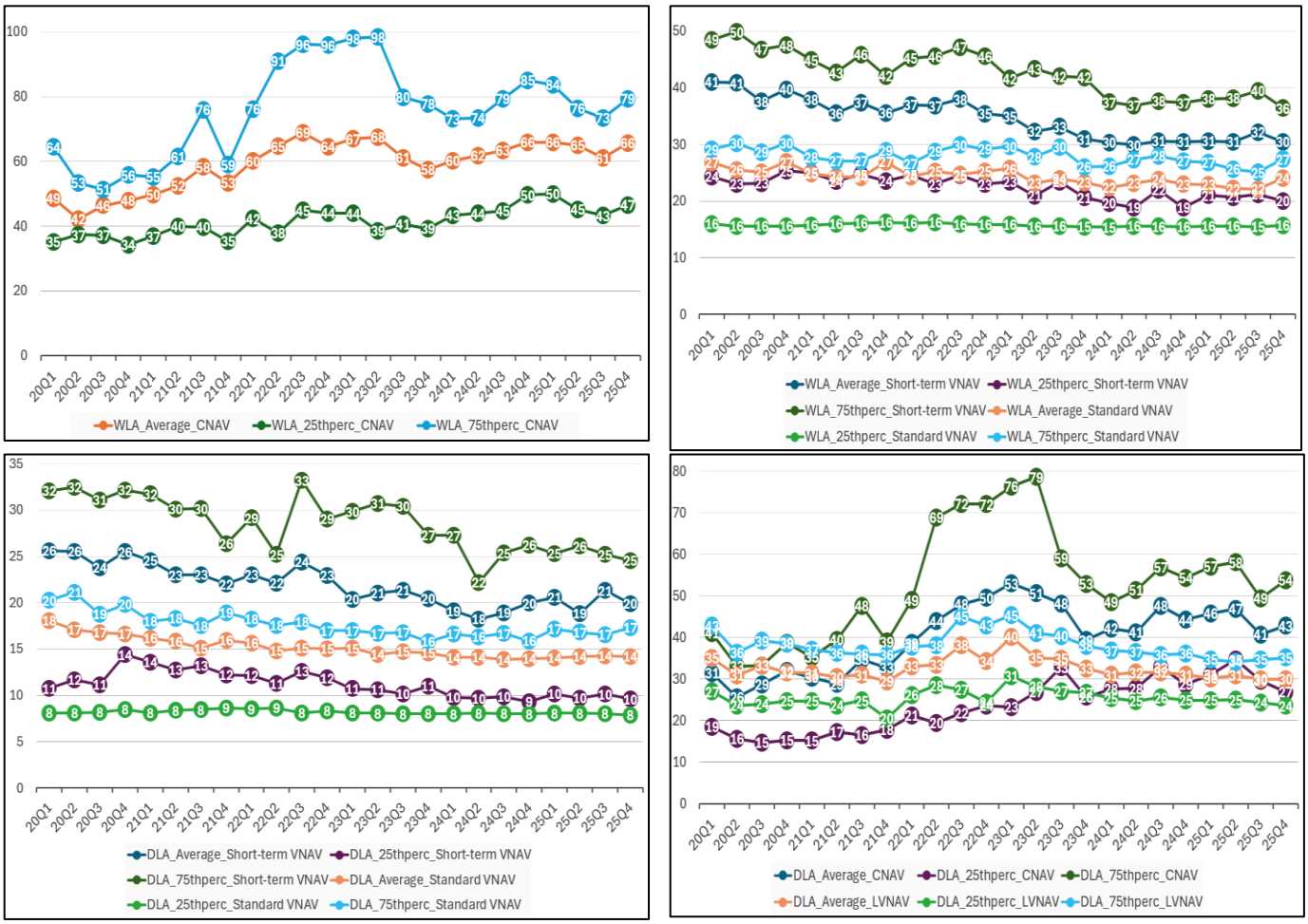
Le constatazioni riportate nella sezione 3 indicano che i livelli di resilienza individuati per le WLA possono fungere da parametri di riferimento per la vigilanza e la gestione del rischio di liquidità; al di sotto di tali livelli, al fine di garantire la resilienza a livello di mercato l'intensità del controllo da parte delle funzioni di gestione del rischio degli FCM e dei relativi gestori dovrebbe essere utilmente aumentata e il controllo e le attività di vigilanza da parte delle ANC dovrebbero essere rafforzati.

5 ALLEGATO I: LIVELLI DELLE RISERVE DI LIQUIDITÀ

5.1 Statistiche sui livelli della riserva di liquidità

Il grafico I.1 presenta i dati statistici relativi ai livelli delle riserve di liquidità, che dimostrano come gli FCM mantengano la liquidità al di sopra dei minimi normativi e come tali livelli varino nel tempo.

Grafico I.1 – Livelli delle WLA e delle DLA

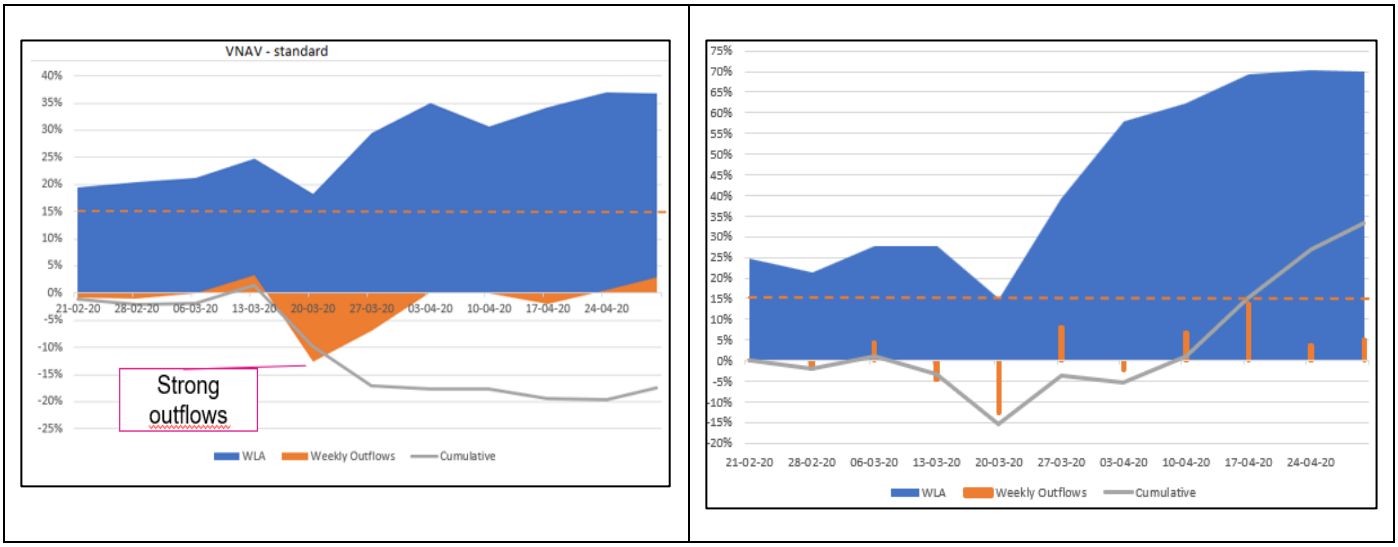


Fonte: Commissione europea, sulla base dei dati ESMA dal T1 2020 al T4 2025.
N. B.: tendenze della media delle WLA e del 25º e 75º percentile delle WLA (in percentuale del NAV) negli FCM di tipo LVNAV.

5.2 Esempi di FCM che hanno registrato forti shock di riscatto

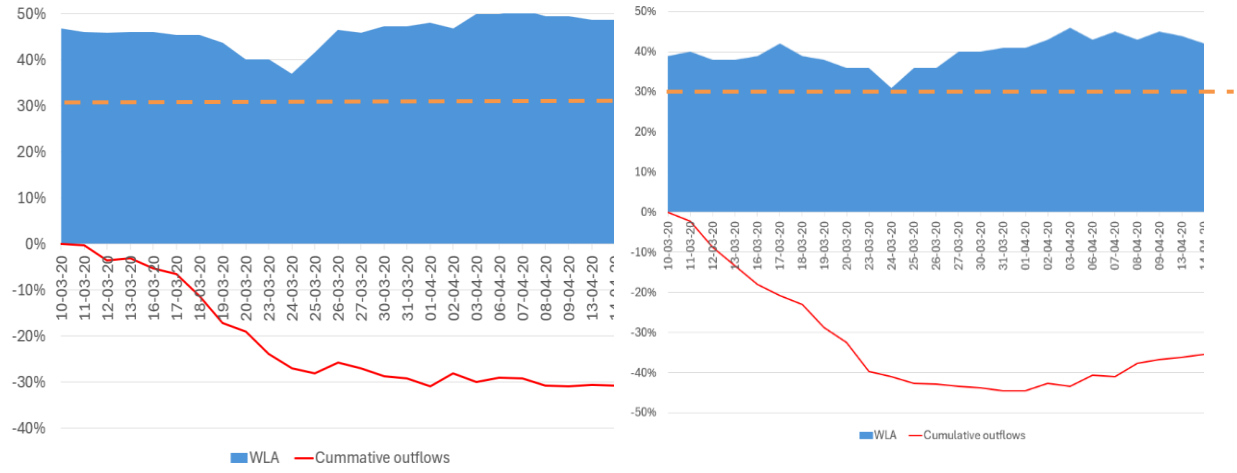
La ricostituzione della riserva di liquidità è stata analizzata concentrandosi sul 10 % in fondo alla classifica dei fondi che hanno registrato i deflussi maggiori. L'analisi si è basata sui dati di vigilanza delle ANC, su altre fonti di dati, sulle comunicazioni dei fondi in merito alla gestione della liquidità in condizioni di stress del mercato e sulle variazioni nella composizione del portafoglio. È emerso un quadro coerente: gli FCM, anche quelli più colpiti, sono stati in grado di ricostituire le riserve di liquidità in un periodo relativamente breve dopo l'episodio di stress.

Grafico I.2 – Esempi di ricostituzione delle riserve di liquidità di due FCM di tipo VNAV in caso di consistenti richieste di riscatto



Fonti: Crane Data e ANC.
N. B.: esempio di due FCM di tipo VNAV interessati da deflussi consistenti, che illustra l'impatto sulle WLA e la successiva ricostituzione delle riserve di liquidità. La linea tratteggiata indica il livello minimo del 15 %. .

Grafico I.3 – Ripristino delle riserve di liquidità in caso di consistenti richieste di riscatto



Fonti: Crane Data e ANC.
N. B.: esempio di due FCM di tipo LVNAV interessati da deflussi consistenti, che illustra l'impatto sulle WLA e la successiva ricostituzione delle riserve di liquidità. La linea tratteggiata indica il livello minimo del 30%.

6 ALLEGATO II: COMPORTAMENTO IN TERMINI DI RISCATTI IN CONDIZIONI DI STRESS DEL MERCATO

6.1 Tensioni del mercato all'inizio della pandemia di COVID-19

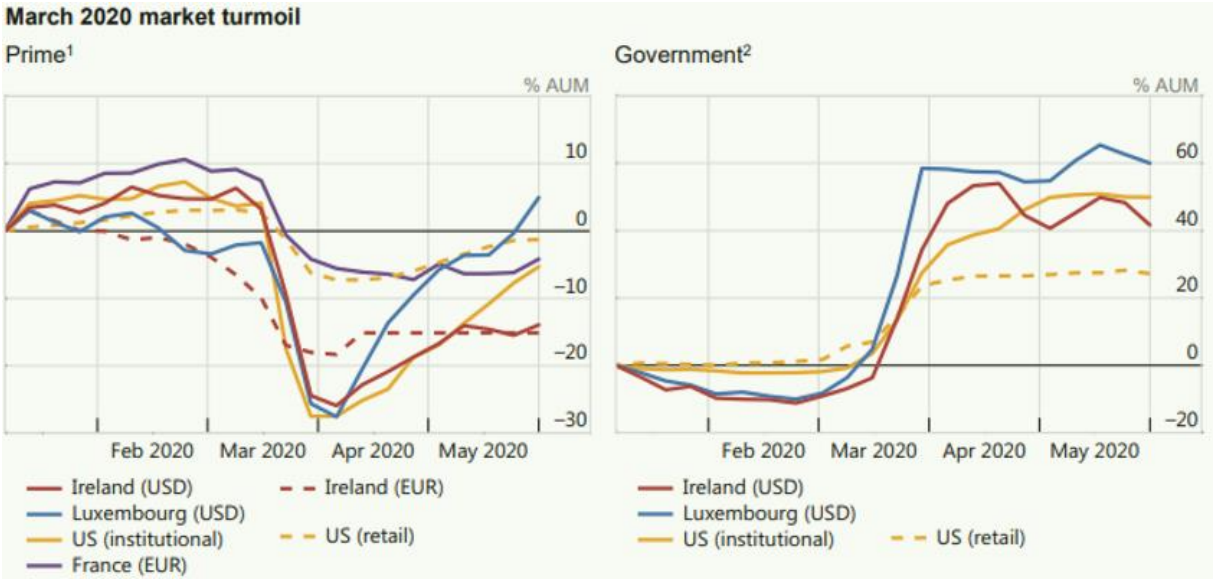
6.1.1 Impatto complessivo sul mercato

Gli effetti della pandemia di COVID-19 sui mercati hanno iniziato a manifestarsi nel febbraio 2020, quando i timori per la diffusione globale del virus si sono intensificati e i mercati finanziari hanno iniziato a rivalutare il rischio. Tuttavia l'impatto sugli FCM si è concretizzato principalmente a metà marzo 2020 ed è proseguito fino a giugno 2020, quando si sono osservate condizioni di stress del mercato.

Per un periodo di 15 giorni a partire da metà marzo, gli investitori di alcuni FCM hanno aumentato la domanda di liquidità, in particolare nei confronti degli FCM di tipo LVNAV denominati in USD, che hanno subito notevoli pressioni per i riscatti (circa il 18 % e il 30 % di tali segmenti di mercato).

Nelle prime settimane di marzo 2020 gli FCM di tipo LVNAV denominati in USD hanno registrato i deflussi maggiori e più prolungati fra tutti gli FCM europei a breve termine. Ciò è stato dovuto al fatto che, oltre ai riscatti legati al fabbisogno di liquidità, gli investitori si sono orientati verso gli FCM di tipo CNAV che investono in debito pubblico nell'UE.

Grafico II.1 – Flussi cumulativi registrati dagli FCM nel 2020



Fonte: FSB, *Policy proposals to enhance MMF resilience*, ottobre 2021.

6.1.2 Eterogeneità degli effetti e delle reazioni tra FCM

L'entità delle richieste di riscatto e il comportamento degli investitori in condizioni normali e di stress variano notevolmente da un FCM all'altro. Le reazioni e i comportamenti sono determinati da fattori diversi, principalmente dalla base di investitori e dalle differenze al suo interno, così come dalle finalità dei relativi investimenti (cfr. infra), dalle dimensioni dei principali investitori e dalla composizione della base di investitori. Altri fattori determinanti riguardano il tipo di FCM (VNAV, LVNAV, CNAV).

Sebbene la classificazione dei fondi e la valuta siano evidentemente fattori determinanti importanti, categorie anche molto simili hanno registrato shock molto diversi durante il periodo della crisi COVID-19 e dopo. Tali differenze sono illustrate nel grafico 3.

I grafici 2 e 3 mostrano che, nel complesso, gli FCM di tipo LVNAV in USD hanno registrato un forte shock di riscatto all'inizio della pandemia di COVID-19. L'impatto è però stato molto disomogeneo tra i fondi. Meno del 6 % degli FCM di tipo LVNAV ha registrato deflussi cumulativi superiori al 30 % del NAV.

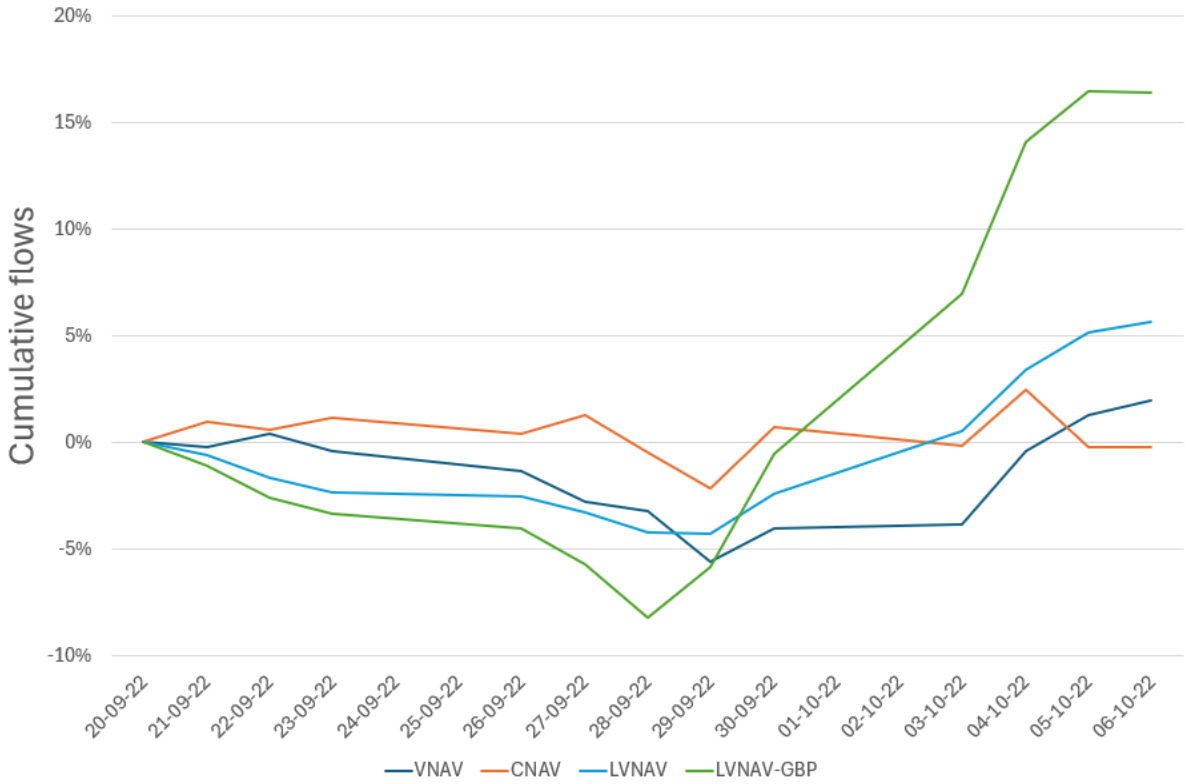
Uno dei motivi di tale eterogeneità risiede nelle finalità degli investitori. Tre esempi semplificati ed "estremi" illustrano come uno stesso FCM possa evidenziare modelli di riscatto molto diversi a seconda della base di investitori e del loro comportamento in varie situazioni di mercato.

1) **Impiego degli FCM come strumento di gestione della liquidità/strumento per i "pagamenti" (ciclo prevedibile):** alcuni investitori istituzionali usano gli FCM di tipo VNAV come **strumenti di liquidità operativa**, ad esempio la liquidità è investita via via che sono raccolti i contributi/premi e poi riscattata a **cadenza prevedibile** (ad esempio, in concomitanza con i cicli di pagamento delle pensioni). In questa situazione i deflussi sono spesso **programmati e possono essere previsti**, per cui l'eventuale diminuzione della liquidità rappresenta più una fluttuazione pianificata che una corsa al rimborso. Esempi analoghi sono i sistemi pensionistici che presentano una periodicità dei flussi in entrata (contributi) e dei flussi in uscita (pagamenti di prestazioni), creando modelli di flussi di cassa prevedibili.
2) **Impiego degli FCM come strumento di liquidità per garanzie/margini (modello potenzialmente improvviso):** quando gli FCM sono usati (direttamente o indirettamente) come **riserve di liquidità a garanzia** per derivati, operazioni di pronti contro termine o per esigenze di margini legate a investimenti basati sulle passività, il fattore scatenante del riscatto può essere costituito dai **movimenti del mercato e dalle relative richieste di integrazione dei margini**. Nei fondi di investimento basati sulle passività con leva finanziaria, il fabbisogno di garanzie può aumentare rapidamente quando i rendimenti aumentano (in conseguenza delle perdite di valutazione di mercato), innescando contemporaneamente una corsa alla liquidità da parte di molti operatori del mercato. In tali circostanze, gli investitori possono riscattare le quote/partecipazioni negli FCM per soddisfare le richieste di garanzie, oppure possono usare le partecipazioni negli FCM nei flussi di lavoro relativi alla gestione delle garanzie, generando una **domanda di liquidità più prociclica e correlata** rispetto a un utilizzo esclusivamente finalizzato alla gestione della liquidità.
3) **Impiego degli FCM per mettere in comune le disponibilità liquide di altri fondi gestiti dallo stesso gestore patrimoniale degli FCM. In questo caso il gestore ha una panoramica dei flussi di riscatto**.

6.2 Evento di mercato legato agli investimenti basati sulle passività

Alla fine di settembre 2022 si è osservato un forte aumento dei rendimenti dei *gilt* del Regno Unito e gravi tensioni nelle strategie di investimento basate sulle passività (LDI) applicate dai fondi pensione. Ciò ha generato pesanti perdite del valore di mercato dei fondi di investimento basati sulle passività, che a loro volta hanno provocato richieste di margini di variazione. Tali richieste di margini hanno determinato un'improvvisa e consistente domanda di liquidità, che si è ripercossa sugli FCM denominati in GBP, sebbene tali fondi non fossero all'origine dell'improvvisa ed estrema domanda di liquidità. Alcuni FCM hanno registrato rapidi deflussi, in particolare dagli investitori istituzionali, e hanno risposto aumentando le riserve di liquidità e accorciando le scadenze del portafoglio.

Grafico II.2 – Impatto della crisi degli investimenti basati sulle passività sui flussi degli FCM

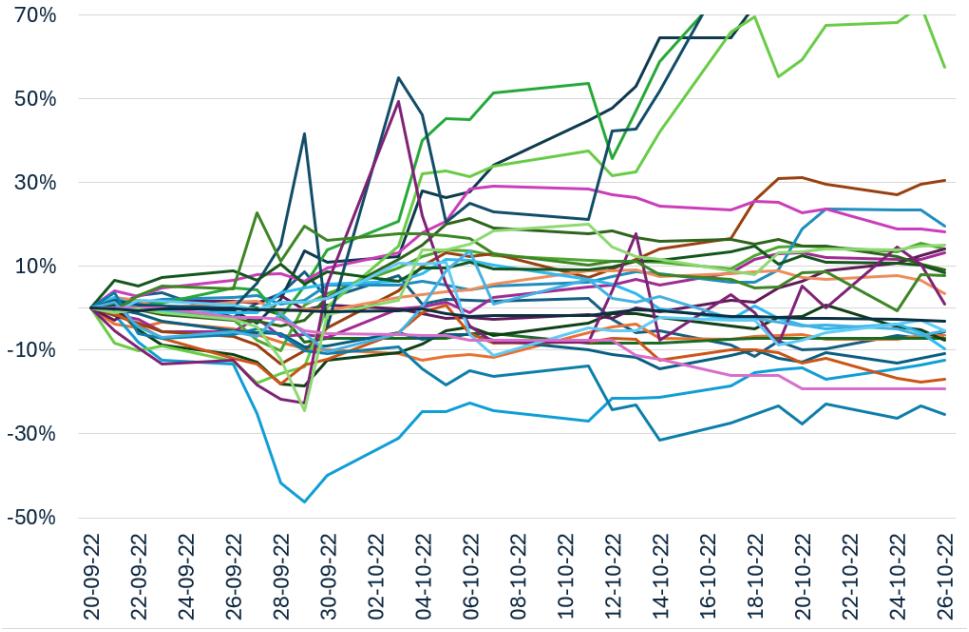


Fonti: Crane Data e ANC, FCM con NAV superiore a 100 milioni di EUR.
N. B.: flussi netti cumulativi per tipo di FCM, espressi in percentuale del NAV.

La reazione degli FCM all'improvvisa domanda di liquidità degli investitori nel contesto dell'evento di mercato legato agli investimenti basati sulle passività è stata ancora più marcata di quella durante la pandemia di COVID-19. Mentre alcuni FCM hanno registrato afflussi, altri hanno dovuto talvolta far fronte a forti pressioni per i riscatti. L'evento di mercato legato agli investimenti basati sulle passività ha avuto un impatto molto diversificato sugli FCM di tipo LVNAV denominati in GBP, interessando solo una manciata di fondi anziché l'intero settore.

La diversità dell'impatto trova riscontro nella distribuzione dei deflussi: sebbene il fondo mediano abbia registrato un deflusso settimanale del 9 % (–10 % cumulativamente), la parte inferiore della distribuzione ha sperimentato uno stress più grave, con il 10º percentile che ha registrato un deflusso settimanale del 21 % e l'1 % dei fondi più colpiti che ha perso quasi il 37 % in una sola settimana (–42 % cumulativamente). Questo forte squilibrio indica che lo stress si è concentrato sui fondi di ampio impiego nelle strategie di investimento basate sulle passività come riserve di liquidità per soddisfare richieste di margini e garanzie. Per contro, nello stesso periodo hanno registrato afflussi gli FCM di tipo LVNAV denominati in GBP che perseguivano finalità più ampie di gestione della liquidità, con basi di investitori più diversificate e un collegamento meno diretto alla trasformazione delle garanzie o all'attività di vendita con patto di riacquisto di *gilt*.

Grafico II.3 – Andamento degli FCM di tipo NAV e degli FCM di tipo LVNAV in GBP durante l'evento di mercato legato agli investimenti basati sulle passività



Fonti: Crane Data e ANC.
N. B.: ciascuna linea rappresenta i flussi netti cumulativi in percentuale del NAV (asse y) di un FCM di tipo LVNAV in GBP con un NAV superiore a 1 miliardo di EUR. I valori positivi indicano sottoscrizioni nette, i valori negativi indicano riscatti netti. Dagli esempi si evince che, sebbene gli FCM di tipo LVNAV in GBP abbiano registrato riscatti significativi durante il periodo della crisi del mercato degli investimenti basati sulle passività, tra i vari tipi di FCM l'impatto è stato disomogeneo.

7 ALLEGATO III: LIVELLI DI RESILIENZA DEL MERCATO

7.1 Calibrazione degli shock di riscatto

Nel valutare gli shock di riscatto, sono stati testati diversi modelli utilizzando varie fonti di dati (Crane Data, ANC, Morningstar) e approcci metodologici differenti, riservando una particolare attenzione agli aspetti relativi alla qualità dei dati e alla garanzia della solidità.

Alla fine è stato scelto il primo percentile dei riscatti (in % del NAV) in quanto riflette condizioni di stress gravi ma plausibili limitando nel contempo l'influenza di possibili errori o valori anomali nei dati.

Questo percentile è calibrato sulla base dell'evento di mercato connesso alla pandemia di COVID-19 e riflette pertanto uno scenario estremamente avverso. Va osservato che tali scenari potrebbero non essere realistici per molti FCM che possono contare su una base di investitori prevedibile. Tuttavia questo approccio rigoroso è ritenuto appropriato nel contesto dei potenziali rischi di contagio, in particolare il contagio reputazionale.

La rilevanza del contagio può essere valutata anche alla luce delle pratiche di conoscenza dei propri clienti e del fatto che gli FCM sono soggetti all'obbligo di fornire informazioni periodiche ai propri investitori. Inoltre molti investitori necessitano di informazioni più frequenti e dettagliate, il che può attenuare ulteriormente i rischi di contagio.

Tabella III.1. – Intervallo di valori della distribuzione dello scenario di riscatto nel primo percentile, trasversalmente alle fonti di dati [min. 1º percentile, max. 1º percentile]

	Giornaliero	Settimanale	Mensile
VNAV	[-4 %; -8 %]	[-6 %; -19 %]	[-16 %; -45 %]
- **VNAV standard**	[-4 %; -8 %]	[-4 %; -21 %]	[-9 %; -45 %]
- **VNAV a breve termine**	[-3 %; -10 %]	[-6 %; -15 %]	[-17 %; -26 %]
LVNAV	[-6 %; -11 %]	[-7 %; -28 %]	[-28 %; -45 %]
- **LVNAV in USD**	[-9 %; -12 %]	[-16 %; -26 %]	[-30 %; -44 %]
- **LVNAV in GBP**	[-8 %; -11 %]	[-16 %; -30 %]	[-26 %; -47 %]
CNAV	[-5 %; -14 %]	[-4 %; -22 %]	[--1 %; -34 %]
Complessivo	[-6 %; -11 %]	[-7 %; -26 %]	[-21 %; -45 %]

Fonti: Crane Data, Morningstar, dati ANC.

7.2 Calibrazione delle "soglie di resilienza del mercato"

Gli FCM dell'UE sono generalmente in grado di resistere agli shock di riscatto individuati nella sezione 7.1, il che rispecchia la dispersione dei livelli delle WLA nel settore. Resta tuttavia fondamentale la presenza di una vigilanza rigorosa e di sistemi efficaci di gestione del rischio per garantire che i livelli di liquidità siano adeguati alla situazione specifica di ciascun fondo.

In tale contesto, la presente sezione calibra i livelli di resilienza delle WLA che, se applicati uniformemente come parametri di riferimento minimi, consentirebbero agli FCM di resistere agli scenari di riscatto calibrati nella sezione 7.1.

È stata applicata la metodologia illustrata di seguito.

1. L'analisi stima il volume dei riscatti che gli FCM sono in grado di assorbire prima che le loro attività liquide a scadenza giornaliera scendano al di sotto del livello minimo normativo. A tal fine sono presi in considerazione diversi livelli minimi di WLA, utilizzando dati reali relativi alla composizione e all'ammortamento del portafoglio.

2. Per calibrare le soglie di resilienza per le WLA, i risultati sono confrontati con gli scenari di riscatto applicati agli FCM di cui alla sezione 7.1 (cfr. tabella III.1). L'analisi tiene conto dell'ammortamento del portafoglio. Si applica la serie prudente di ipotesi descritta di seguito.

    - I riscatti sono soddisfatti esclusivamente attraverso le DLA e WLA esistenti, senza alcuna vendita di attività ad eccezione di quelle che possono essere definite DLA e WLA;
    - le DLA sono mantenute al di sopra dei requisiti normativi minimi[11].

Tabella III.2. – Scenario considerato per l'esercizio di calibrazione

Tipo di FCM	Giornaliero	Settimanale	Mensile
VNAV standard	-8%	-17%	-34%
NAV stabile	-15%	-30%	-47%

Fonti: Crane Data, Morningstar, dati ANC.

L'analisi mostra che livelli di resilienza per le WLA compresi tra il 35 % e il 40 % per gli FCM di tipo NAV stabile e del 20 % per gli FCM di tipo VNAV sono sufficienti per resistere a condizioni di stress del mercato. In particolare, il mantenimento delle WLA a tale livello di resilienza o al di sopra consentirebbe agli FCM dell'UE di resistere ai gravi shock di riscatto calibrati nella sezione 7.1 (ossia di mantenere le DLA al di sopra dei minimi normativi).

[11] Si tratta di un'ipotesi prudente, in quanto nella pratica gli FCM possono consentire che le DLA scendano temporaneamente al di sotto del minimo normativo per soddisfare le richieste di riscatto e possono anche vendere attività o ricorrere a flussi di cassa in entrata.