COMMISSIONE
EUROPEA

Bruxelles, 20.7.2023
COM(2023) 452 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

INDICE

1. INTRODUZIONE 3

1.1. Contesto 3

1.2. Base giuridica della relazione 4

1.3. Metodologia e processo di consultazione 4

2. SETTORE DEGLI FCM: LA SITUAZIONE 5

2.1. Principali modifiche introdotte dal regolamento FCM 5

2.2. Attuale struttura del mercato 7

2.3. Recenti sviluppi del mercato e insegnamenti tratti 11

3. ADEGUATEZZA DEL REGOLAMENTO FCM DAL PUNTO DI VISTA SIA PRUDENZIALE CHE ECONOMICO 15

3.1. Gli FCM e il debito emesso o garantito dagli Stati membri 15

3.2. Definizioni uniformi di liquidità e qualità creditizia elevate ed elevatissime delle attività trasferibili 16

3.3. Impatto del regolamento FCM sui mercati dei finanziamenti a breve termine 17

3.4. Evoluzione del quadro regolamentare a livello internazionale 19

3.4.1. Riduzione del rischio di ritiro massiccio di fondi 20

3.4.2. Rafforzamento della liquidità degli FCM e della loro capacità di assorbire le perdite 21

3.4.3. Altre misure 22

3.5. Fattibilità dell'istituzione di una quota minima dell'80 % del debito pubblico dell'UE 23

4. CONCLUSIONI 24

ABBREVIAZIONI

ANC	Autorità nazionali competenti
BCE	Banca centrale europea
CERS	Comitato europeo per il rischio sistemico
CNAV	FCM con valore patrimoniale netto costante
Direttiva sui GEFIA	Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi
ESMA	Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati
EUR	Euro
FCM	Fondo comune monetario
FSB	Financial Stability Board (Consiglio per la stabilità finanziaria)
GBP	Lira sterlina
LVNAV	FCM con valore patrimoniale netto a bassa volatilità
NAV	Valore patrimoniale netto
OICVM	Organismo d'investimento collettivo in valori mobiliari
Regolamento FCM	Regolamento (UE) 2017/1131 sui fondi comuni monetari
USD	Dollaro statunitense
VNAV	FCM con valore patrimoniale netto variabile
WMA	Attività a scadenza settimanale

1. INTRODUZIONE

1.1. Contesto

Il regolamento (UE) 2017/1131 sui fondi comuni monetari (regolamento FCM) è stato proposto all'indomani della crisi finanziaria mondiale, che aveva messo in luce l'esistenza di alcune debolezze dei mercati finanziari e dei relativi regimi normativi in tutto il mondo. Dalla sua entrata in vigore nel gennaio 2019, il regolamento ha rafforzato in misura considerevole il regime normativo per gli FCM nell'UE a seguito delle raccomandazioni del Financial Stability Board (FSB), dell'International Organization of Securities Commission, (IOSCO)[1] e del comitato europeo per il rischio sistemico (CERS).

Il nuovo quadro regolamentare è stato messo alla prova dalle tensioni dei mercati legate alla pandemia di COVID-19. L'impatto di tali tensioni sugli FCM è stato diverso a seconda della giurisdizione, per via delle differenze nelle strutture dei mercati degli FCM (ad esempio per quanto riguarda le tipologie prevalenti di FCM, i profili degli investitori e gli investimenti sottostanti) e delle differenze residue nel quadro regolamentare degli FCM. Le principali banche centrali, come ad esempio la Banca centrale europea (BCE) e la Federal Reserve degli Stati Uniti, hanno adottato diverse misure di attenuazione degli effetti, tra cui acquisti definitivi di carte commerciali[2] sui mercati primario e secondario, la concessione di prestiti alle banche per l'acquisto di attività dagli FCM (nel caso della Federal Reserve) e l'estensione alle obbligazioni bancarie non garantite delle garanzie ammissibili per le operazioni di rifinanziamento (nel caso della BCE). Tali interventi hanno migliorato la liquidità e la fiducia nei mercati del debito a breve termine, contribuendo anche a ridurre la frequenza delle richieste di rimborso nei confronti degli FCM. Nonostante i consistenti deflussi da alcune tipologie di FCM nel marzo 2020 e in altri periodi di tensione del mercato, nessun FCM dell'UE ha dovuto attivare commissioni di rimborso o restrizioni al rimborso[3] o sospendere i rimborsi.

A seguito delle tensioni del mercato legate alla COVID-19, le autorità prudenziali a livello mondiale ed europeo si sono attivate per elaborare proposte politiche volte ad accrescere la resilienza degli FCM. In particolare l'FSB,[4] il CERS[5] e l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA)[6] hanno proposto diverse riforme intese a garantire che gli FCM non amplifichino gli shock di liquidità nei periodi di tensione. Una di tali proposte consiste nell'eliminare la possibilità per gli FCM con valore patrimoniale netto a bassa

---

1 L'International Organization of Securities Commission (IOSCO) ha condotto una valutazione inter pares dell'attuazione delle riforme relative agli FCM nelle diverse giurisdizioni e il 20 novembre 2020 ha pubblicato una relazione dal titolo *Thematic Review on consistency in implementation of Money Market Funds reforms*. Nella relazione si conferma l'elevato grado di conformità degli obiettivi normativi raggiunti rispetto alle raccomandazioni originarie dell'IOSCO.

2 Carta commerciale: una promessa non garantita di pagamento di un determinato importo a una data di scadenza stabilita, emessa come titolo al portatore (FMI, 2003). Le carte commerciali sono per lo più emesse da società non finanziarie.

3 Le commissioni di rimborso sono uno strumento di gestione della liquidità in base al quale gli investitori sono generalmente assoggettati a una commissione forfettaria per la vendita di quote di un fondo (in genere entro un periodo prestabilito). Le restrizioni al rimborso sono invece uno strumento di gestione della liquidità volto a impedire agli investitori del fondo di ritirare una parte del loro capitale per un certo periodo di tempo.

4 FSB, 11 ottobre 2021, *Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience*.

5 CERS, 2 dicembre 2021, *Raccomandazione sulla riforma dei fondi comuni monetari*.

6 ESMA, 14 febbraio 2022, Parere dell'ESMA sulla revisione del regolamento sui fondi comuni monetari (non disponibile in italiano).

volatilità (FCM di tipo LVNAV) di utilizzare il metodo del costo ammortizzato. Tuttavia ciò potrebbe ridurre l'efficacia degli FCM come strumenti di gestione della liquidità alternativi ai depositi bancari e limitare le opzioni a disposizione delle società per quanto riguarda la gestione dei contanti[7].

1.2. Base giuridica della relazione

La presente relazione è stata redatta a norma dell'articolo 46, paragrafo 1, del regolamento FCM, che impone alla Commissione di valutarne il funzionamento dal punto di vista sia prudenziale che economico sulla base di un'analisi delle norme vigenti, previe consultazioni con l'ESMA e, se del caso, con il CERS, e a norma dell'articolo 6, paragrafo 2, che precisa le condizioni di cui occorre tenere conto in tale relazione. Tale articolo prevede inoltre che la Commissione valuti se sia necessario modificare il regime degli FCM con valore patrimoniale netto costante che investono in debito pubblico (FCM di tipo CNAV) e degli FCM di tipo LVNAV.

1.3. Metodologia e processo di consultazione

La presente relazione si basa su una serie di studi condotti da organismi europei e internazionali. Sia la relazione dell'FSB[8] che il parere dell'ESMA[9] si sono avvalsi dei riscontri forniti dai portatori di interessi. Queste ultime relazioni, così come le raccomandazioni del CERS[10], contengono un'ampia serie di dati ed elementi di prova forniti dalle autorità di vigilanza. La BCE ha pubblicato una valutazione dell'efficacia del quadro normativo dell'UE dal punto di vista della stabilità finanziaria, stilata sulla base del comportamento degli FCM durante la crisi della COVID-19[11]. La presente relazione contiene inoltre informazioni tratte da pubblicazioni accademiche.

Dal 12 aprile al 20 maggio 2022 la Commissione ha condotto una consultazione dei portatori di interessi per raccoglierne i punti di vista sul funzionamento del regolamento FCM[12]. In totale, 48 rispondenti hanno presentato un contributo. Oltre due terzi dei rispondenti ha affermato che il regolamento FCM è stato efficace rispetto ai suoi obiettivi fondamentali in termini di garanzia della liquidità, rafforzamento della tutela degli investitori, prevenzione del rischio di contagio e miglioramento della trasparenza, della vigilanza e della stabilità finanziaria del mercato unico. Secondo gli stessi rispondenti il regolamento FCM ha contribuito all'integrazione dei mercati dei capitali e ha reso gli FCM più resilienti, in particolare mediante norme sulla qualità creditizia[13] e sulla composizione degli attivi[14]. Dai riscontri forniti dai portatori di interessi emerge anche l'importanza di garantire la coerenza

---

7 Gli FCM di debito privato con NAV stabile hanno caratteristiche simili ai depositi, investono in passività emesse dalle banche e sono utilizzati dalle società non finanziarie come strumento di gestione della liquidità.

8 FSB, 11 ottobre 2021, *Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience*.

9 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-49-437_finalreportMMF Regulationeview.pdf

10 https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2022/html/esrb.pr.220125~32ad91c140.en.html

11 BCE, ottobre 2022, *Il regolamento UE sui fondi comuni monetari è adatto allo scopo? Insegnamenti tratti dalle turbolenze legate alla COVID-19*, serie di documenti di lavoro, n. 2737 (non disponibile in italiano).

12 https://finance.ec.europa.eu/Regulation-and-supervision/consultations/finance-2022-money-market-funds_en

13 Articoli da 19 a 23 del regolamento (UE) 2017/1131 (regolamento FCM).

14 Articoli da 8 a 18 del regolamento (UE) 2017/1131 (regolamento FCM).

delle norme a livello di UE e di rafforzare la vigilanza. Inoltre anche gli investitori transfrontalieri riconoscono che il regolamento FCM offre loro la possibilità di gestire il contante a livello mondiale mediante un processo standardizzato sia dal punto di vista contabile che da quello della gestione del rischio.

2. SETTORE DEGLI FCM: LA SITUAZIONE

2.1. Principali modifiche introdotte dal regolamento FCM

Prima dell'introduzione del regolamento FCM, la maggior parte degli FCM dell'UE operava secondo le disposizioni della direttiva OICVM[15], dei suoi atti di esecuzione, dei suoi orientamenti e secondo i codici di condotta del settore. La Francia, l'Irlanda e il Lussemburgo sono i paesi in cui è domiciliata la maggior parte degli FCM dell'UE. Il Lussemburgo e l'Irlanda hanno sviluppato un settore di FCM con CNAV in valuta estera rivolti agli investitori istituzionali di paesi terzi.

Il regolamento FCM ha introdotto nell'UE un regime normativo ad hoc e sensibilmente più evoluto in materia. In particolare ha inteso affrontare i problemi legati al rischio di credito e al rischio di liquidità sperimentati dagli FCM durante la crisi del 2008. Armonizzando gli elementi costitutivi essenziali di un FCM in quanto prodotto, il quadro ha anche istituito un livello uniforme di tutela degli investitori mediante norme sulla liquidità e sulla gestione del rischio di liquidità, riguardanti tra l'altro le riserve di liquidità, le attività in cui gli FCM possono investire, la diversificazione, la valutazione e la valutazione interna della qualità creditizia. Ha altresì rafforzato la trasparenza nei confronti degli investitori e la vigilanza, anche per mezzo della trasmissione di informative complete alle autorità nazionali competenti.

Inoltre, al fine di evitare il rischio di contagio tra il settore degli FCM e il resto del settore finanziario, il regolamento FCM vieta esplicitamente il "sostegno esterno". La politica di conoscenza del proprio cliente obbliga i gestori di tutte le tipologie di FCM a prevedere l'effetto di riscatti concomitanti da parte di diversi investitori. Tutti i gestori devono adeguare il livello effettivo della liquidità alle specifiche esigenze di contanti dei propri clienti in qualsiasi momento del proprio ciclo contabile.

Il regolamento FCM ha creato una nuova tipologia di FCM, ossia gli FCM di tipo LVNAV, per sostituire gli FCM di tipo CNAV investiti in debito non pubblico. Analogamente agli FCM di tipo CNAV che investono in debito pubblico, gli FCM di tipo LVNAV possono utilizzare il metodo contabile del costo ammortizzato per offrire un prezzo di rimborso stabile, ma solo a condizione che il valore delle attività sottostanti non si scosti di oltre 20 punti base dal valore di mercato delle attività nette del fondo[16]. I due valori sono pubblicati

[15] Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM).

[16] La caratteristica distintiva degli FCM di tipo CNAV che investono in debito pubblico e degli FCM di tipo LVNAV è l'arrotondamento del NAV al secondo decimale (rispetto al quarto decimale degli FCM con VNAV), che nel caso degli FCM di tipo LVNAV è tuttavia possibile solo all'interno del corridoio dei 20 pb. L'arrotondamento fa sì che al momento del riscatto delle quote gli investitori non debbano riconoscere le plusvalenze e le minusvalenze di entità minima che si registrano nel portafoglio.

quotidianamente. Se lo scostamento supera i 20 punti base, il fondo LVNAV deve sostituire il NAV costante con un NAV variabile[17].

L'adeguamento al regolamento FCM ha comportato costi legali e operativi di una certa entità a carico dei gestori di attivi che, per ottemperare ai requisiti di liquidità, hanno dovuto trasferire i fondi esistenti al nuovo regime, rafforzare la trasparenza, migliorare i processi di gestione del rischio e monitorare attentamente i propri investimenti e i relativi rischi di credito e di liquidità. Vi sono state implicazioni in termini di costi anche per distributori, piattaforme e depositari terzi. Gli investitori in FCM hanno dovuto impiegare tempo e risorse supplementari per definire politiche, controlli e sorveglianza relativi agli investimenti incentrati sul quadro giuridico, sui sistemi di tesoreria e sui processi contabili, nonché per garantire un'adeguata preparazione dei revisori contabili in merito alle nuove strutture degli FCM dal punto di vista della disponibilità liquide e dei mezzi equivalenti. Tuttavia i risultati della consultazione non hanno indicato un'eccessiva onerosità dei costi né hanno evidenziato l'esistenza di considerevoli possibilità di semplificazione.

Nello studio *Market Insights* dell'ottobre 2020 la European Fund and Asset Management Association ha osservato che le rigorose disposizioni normative introdotte dal regolamento FCM e l'aumento dei costi di adeguamento alla normativa hanno determinato un calo del 16 % del numero di FCM OICVM nel primo trimestre del 2019, a seguito della scelta di alcuni gestori di attivi di dismettere i propri FCM, in particolare quelli di piccole dimensioni, o di convertirli in fondi obbligazionari a breve termine. Inoltre, avendo cessato di soddisfare le prescrizioni più rigorose imposte dal regolamento FCM, alcuni fondi non potevano più essere classificati come FCM. Nonostante il calo numerico degli FCM, nel 2019 e nel 2020 gli FCM europei hanno registrato cospicui flussi in entrata netti.

[17] Il regolamento FCM impone una serie di altre norme in materia di portafoglio e di valutazione finalizzate alla tutela degli investitori e alla stabilità del mercato finanziario.

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

	FCM a breve termine			FCM standard
	NAV stabile		Valore patrimoniale netto variabile (VNAV)	
Denominazione	FCM con valore patrimoniale netto costante (CNAV che investe in debito pubblico)[18]	FCM con valore patrimoniale netto a bassa volatilità (LVNAV)[19]	VNAV a breve termine[20]	VNAV standard[21]
Debito pubblico	Almeno il 99,5 % in debito pubblico, in operazioni di acquisto con patto di rivendita garantite dal debito pubblico e in liquidità	Consentito		
Scadenza media ponderata[22]	Massimo 60 giorni			Massimo sei mesi
Vita media ponderata[23]	Massimo 120 giorni			Massimo 12 mesi
Scadenza delle attività	Massimo 397 giorni			Massimo due anni, con revisione a 397 giorni
Attività a scadenza giornaliera	Minimo 10 %		Minimo 7,5 %	
Attività a scadenza settimanale	Minimo 30 % (di cui fino a un massimo del 17,5 % in debito pubblico)		Minimo 15 %	

2.2. Attuale struttura del mercato

L'articolo 46, paragrafo 2, lettera a), del regolamento FCM impone alla Commissione di analizzare l'esperienza acquisita nell'applicazione del regolamento, l'impatto sugli investitori, sugli FCM e sui gestori di FCM nell'Unione.

Alla fine del 2021 gli FCM dell'area dell'euro detenevano circa 1 500 miliardi di EUR di attività totali, suddivise tra FCM di tipo CNAV che investono in debito pubblico (per l'11 % del totale delle attività gestite), FCM di tipo LVNAV (per il 46 %), FCM a breve termine di tipo VNAV (per il 12 %) e FCM standard di tipo VNAV (per il 31 %). Gli FCM dell'UE sono

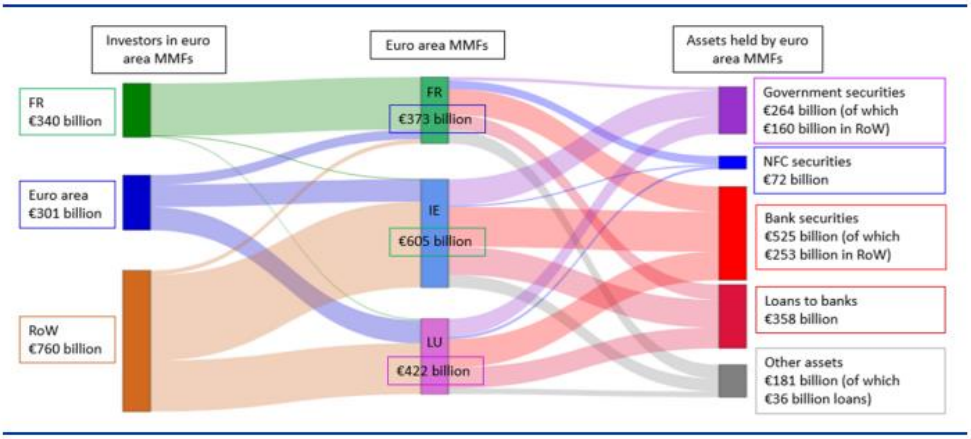
[18] FCM con valore patrimoniale netto costante che investe in debito pubblico, ai sensi dell'articolo 2, punto 11, del regolamento FCM.
[19] FCM con valore patrimoniale netto a bassa volatilità, ai sensi dell'articolo 2, punto 12, del regolamento FCM.
[20] FCM di tipo VNAV gestito come FCM a breve termine, ai sensi dell'articolo 2, punto 14, del regolamento FCM.
[21] FCM di tipo VNAV gestito come FCM standard, ai sensi dell'articolo 2, punto 15, del regolamento FCM.
[22] Secondo la definizione dell'articolo 2, punto 19, del regolamento FCM.
[23] Predefinita all'articolo 2, punto 20, del regolamento FCM.

denominati prevalentemente in EUR (per il 42 %), in USD (per il 31 %) e in GBP (per il 22 %) e concentrati in un numero limitato di paesi, in particolare Irlanda, Lussemburgo e Francia, con quote pari rispettivamente al 42 %, al 26 % e al 25 % del totale delle attività gestite degli FCM dell'UE[24].

Gli FCM di tipo CNAV che investono in debito pubblico e gli FCM di tipo LVNAV sono per lo più denominati in USD e in GBP e domiciliati in Irlanda e in Lussemburgo. Gli FCM denominati in EUR sono strutturati principalmente come VNAV standard e per lo più domiciliati in Francia (192 fondi a dicembre 2021).

Figura 1 – Identità degli investitori negli FCM dell'area dell'euro e destinazione degli investimenti di tali FCM

Fonte: Bollettino macroprudenziale della BCE, aprile 2021



Sources: ECB securities holdings statistics, BSI and authors' calculations.
Notes: The data are as of Q3 2020. "RoW" means "rest of the world". Loans to banks include both deposits and repos. Debt securities account for around 98% of MMFs' total holdings of securities, and more than two-thirds of those debt securities are short-term debt securities (i.e. securities with an original maturity of one year or less). Values from ECB securities and holdings statistics are rescaled to match aggregates in BSI data.

Gli investitori aziendali e istituzionali detengono la maggior parte delle quote/azioni degli FCM dell'area dell'euro, come si evince dalla figura 2[25]. Gli investitori professionali rappresentano il 95 % del NAV per gli FCM di tipo CNAV e il 99 % di quello per gli FCM di tipo LVNAV. Nel caso degli FCM di tipo VNAV la quota degli investitori al dettaglio è leggermente superiore, attestandosi al 13 % per gli FCM di tipo VNAV a breve termine e al 12 % per quelli standard[26].

Come illustrato nella figura 3, con una quota del 59 % del NAV le istituzioni finanziarie sono i principali investitori in FCM di tutti i tipi, mentre le società non finanziarie rappresentano il 19 % del NAV.

Gli investitori non UE sono predominanti in Lussemburgo e in Irlanda, come si evince dalla figura 4. Essi rappresentano oltre il 77 % del NAV per gli FCM irlandesi e quasi il 63 % per quelli lussemburghesi. Nel caso degli FCM irlandesi si tratta principalmente di investitori con sede nel Regno Unito (60 % degli investitori in base all'importo detenuto). Il dato testimonia

24 Cfr. anche le relazioni dell'ESMA e del CERS.

25 ESMA, 8 febbraio 2023: Il mercato UE degli FCM 2023 (non disponibile in IT).

26 Il dato dipende in larga misura dagli FCM domiciliati in Francia, per i quali la quota di investitori al dettaglio rappresenta il 12 % del NAV a causa della presenza di piani di risparmio dei lavoratori dipendenti.

l'importanza degli FCM denominati in valute non UE domiciliati in tali Stati membri. Per contro, in Francia gli investitori nazionali rappresentano quasi il 76 % del NAV.

Figura 2 – Raffronto tra investitori al dettaglio e investitori professionali degli FCM (% del NAV totale)
Fonte: relazione di mercato dell'ESMA 2023

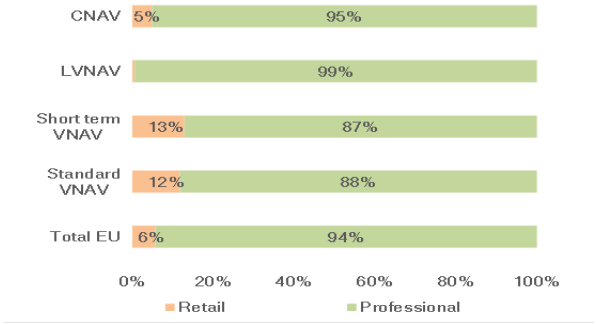


Figura 3 – Tipi di investitori in FCM per settore (% del NAV totale)
Fonte: banca dati del regolamento FCM, ESMA.

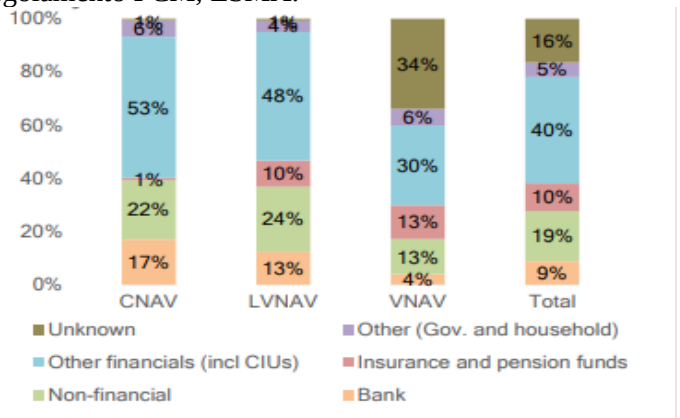
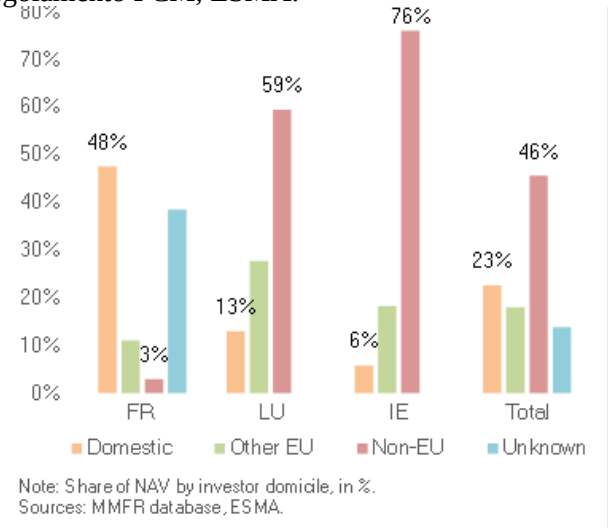


Figura 4 – Quota di NAV per domicilio dell'investitore (in %)
Fonte: banca dati del regolamento FCM, ESMA.



Dai colloqui con gli investitori degli FCM e dalle risposte alla consultazione dei portatori di interessi emerge che i criteri di seguito elencati sono determinanti nella scelta di investimento degli investitori: liquidità infragiornaliera/giornaliera, conservazione del capitale e diversificazione. Gli investitori indicano come importanti nella scelta di investimento anche

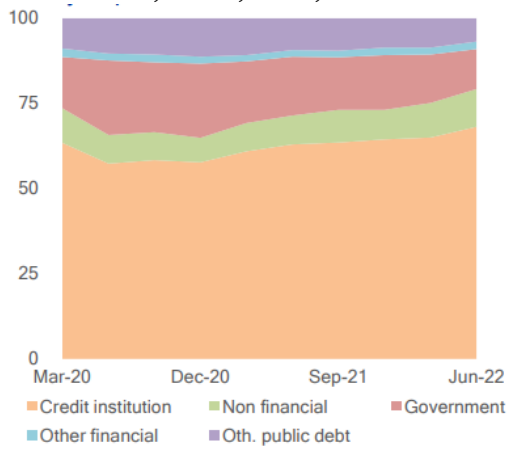
altre caratteristiche degli FCM dell'UE, tra cui la qualità del portafoglio o il livello di rendimento. Gli FCM sono utilizzati principalmente come strumento di gestione della tesoreria.

Le quote negli FCM sono considerate "*disponibilità liquide e mezzi equivalenti*" ai sensi del principio contabile IAS 7[27]. Tale classificazione si applica agli FCM di tipo CNAV e a quelli di tipo LVNAV per via del loro valore stabile e della possibilità di riscatti infragiornalieri. In alcune giurisdizioni questo trattamento contabile si applica anche agli FCM di tipo VNAV. Come si evince dalle risposte alla consultazione della Commissione, costringere le società a investire in altri strumenti con caratteristiche diverse creerebbe incertezza sul trattamento contabile di questi prodotti come "*disponibilità liquide e mezzi equivalenti*" e limiterebbe anche le opzioni a disposizione delle società per quanto riguarda la gestione dei contanti, in quanto gli altri strumenti potrebbero non offrire una liquidità infragiornaliera.

Gli FCM di tipo CNAV che investono in debito pubblico devono investire il 99,5 % delle loro attività in debito pubblico, in operazioni di acquisto con patto di rivendita garantite dal debito pubblico e in liquidità. Gli FCM di tipo LVNAV e gli FCM di tipo VNAV investono principalmente in strumenti del mercato monetario (il 67 % delle rispettive attività totali) e in misura complementare in depositi, operazioni di vendita con patto di riacquisto, operazioni di acquisto con patto di rivendita e altre attività a breve termine.

Come indicato alla figura 5, gli FCM dell'UE sono esposti principalmente al settore finanziario, compresi gli enti creditizi, i cui titoli rappresentano oltre il 60 % del totale degli strumenti del mercato monetario detenuti dagli FCM dell'UE. Le esposizioni verso società non finanziarie rimangono limitate (sono pari al 10 % degli strumenti del mercato monetario) e sono detenute principalmente da FCM di tipo VNAV[28]. Complessivamente gli FCM dell'UE detengono tra il 50 % e il 70 % delle carte commerciali finanziarie e dei certificati di deposito[29] negoziabili denominati in EUR (FSB, 2021).

Figura 5 – Gli strumenti del mercato monetario detenuti dagli FCM sono esposti principalmente verso il settore finanziario (% degli strumenti del mercato monetario)
Fonte: banca dati del regolamento FCM, Eikon, ANC, ESMA.



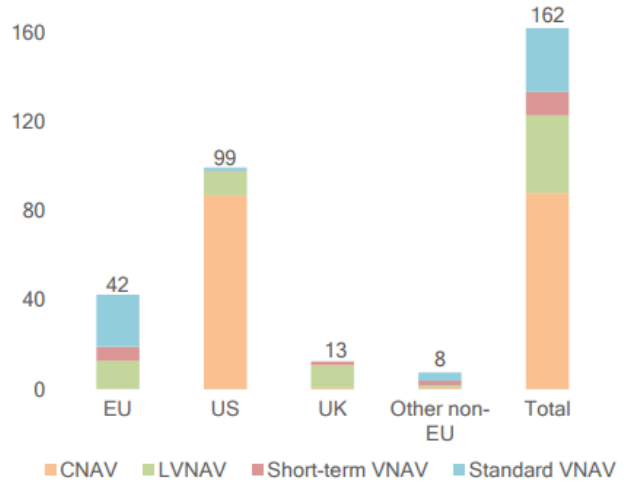
[27] Regolamento (CE) n. 1126/2008, principio contabile internazionale n. 7, punto 6: "Disponibilità liquide equivalenti rappresentano investimenti finanziari a breve termine e ad alta liquidità che sono prontamente convertibili in valori di cassa noti e che sono soggetti a un irrilevante rischio di variazione del loro valore."

[28] ESMA, 8 febbraio 2023: Il mercato UE degli FCM 2023 (non disponibile in IT).

[29] Certificato di deposito: certificato emesso da una banca che attesta la ricezione di un deposito effettuato presso tale banca per un determinato periodo di tempo e a un determinato tasso di interesse (FMI, 2003).

Come illustrato nella figura 6, l'esposizione degli FCM dell'UE al debito pubblico riguarda per la maggior parte emittenti sovrani non UE (74 % dell'esposizione sovrana alla fine del 2021). I principali detentori di tali esposizioni sono gli FCM di tipo CNAV. Questi ultimi hanno ridotto sensibilmente i titoli di Stato detenuti, passati dal 62 % delle attività totali nel giugno 2021 al 32 % nel giugno 2022. Al tempo stesso hanno aumentato le loro esposizioni sui mercati delle operazioni di vendita con patto di riacquisto, spinti dalla prospettiva di una variazione dei tassi di interesse. Nel corso del 2020 la quota di titoli di Stato nei portafogli degli FCM di tipo LVNAV è aumentata considerevolmente, ma nel 2021 e nella prima metà del 2022 la sua entità all'interno della composizione è stata ricondotta ai valori pre-COVID-19. In genere gli FCM di tipo VNAV detengono una quota di debito pubblico inferiore, pari in media al 7 % delle loro attività[30].

Figura 6 – Esposizione al debito pubblico a fine 2021, in miliardi di EUR
Fonte: banca dati del regolamento FCM, ANC, ESMA.



2.3. Recenti sviluppi del mercato e insegnamenti tratti

Negli ultimi anni si sono verificati diversi eventi di tensione che hanno messo alla prova il quadro normativo degli FCM. A marzo 2020 la pandemia di COVID-19 ha provocato un repentino aumento della domanda di attività sicure e liquide sia nel settore finanziario che in quello non finanziario. Il grave deterioramento della liquidità ha interessato un'ampia gamma di mercati e ha richiesto interventi senza precedenti da parte delle banche centrali. Nel giro di poche settimane il valore dei principali indici di borsa è calato di oltre il 30 %, mentre nei primi mesi della pandemia i mercati finanziari hanno registrato un notevole aumento della volatilità. Il clima di generale incertezza ha reso gli investitori poco propensi a investire nei mercati finanziari, circostanza da cui sono scaturite ingenti perdite di valutazione.

Anche le obbligazioni societarie e gli FCM societari sono state sottoposte a tensioni notevoli. Nei mesi di febbraio e marzo 2020 i rendimenti delle obbligazioni societarie sono aumentati in misura considerevole. Gli FCM esposti ai mercati privati, ossia quelli di tipo LVNAV e quelli di tipo VNAV nell'UE e gli FCM di tipo *prime* negli Stati Uniti[31], hanno registrato ingenti deflussi. A marzo 2020 gli FCM di tipo LVNAV domiciliati nell'UE hanno registrato

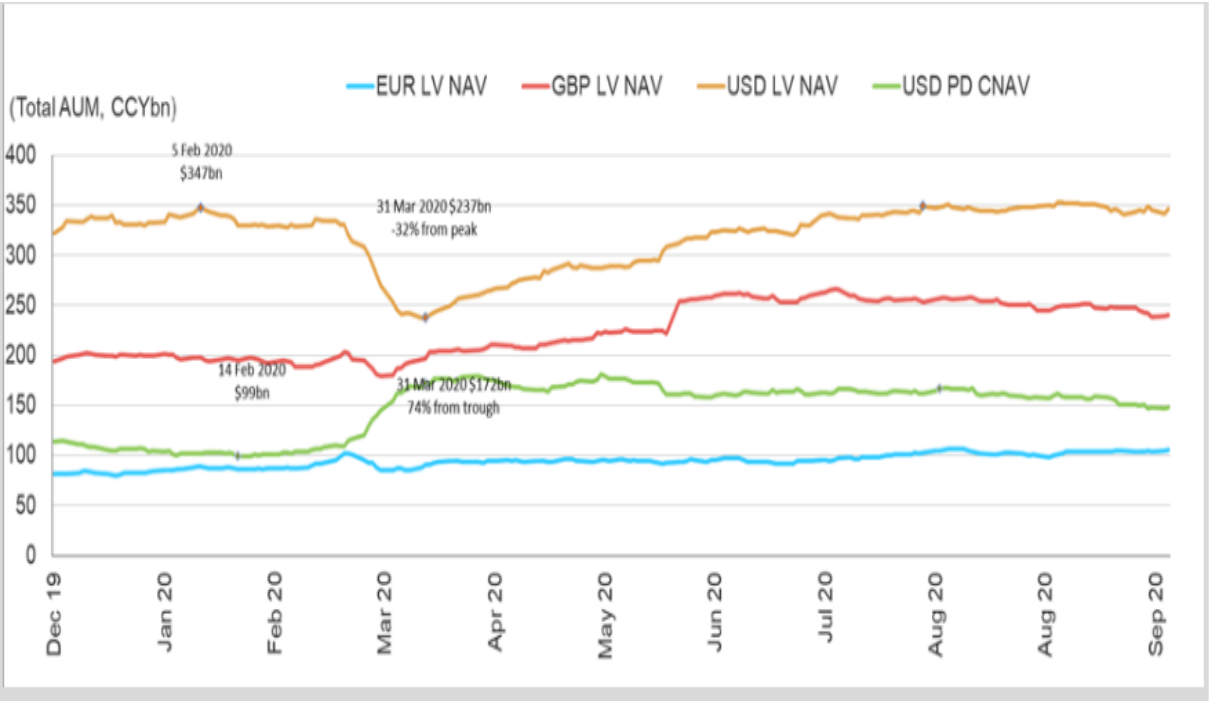
[30] Ibidem.

[31] Un FCM di tipo *prime* è una tipologia di fondo comune monetario statunitense che investe principalmente in titoli non governativi.

deflussi pari a 51,4 miliardi di EUR[32] che hanno reso problematica la vendita delle loro carte commerciali e dei loro certificati di deposito, in quanto le banche non erano disposte a riacquistare tali titoli, compresi quelli propri, o non erano in grado di farlo[33].

Le tensioni sono state particolarmente accentuate per gli FCM di tipo LVNAV denominati in USD, come risulta dalla figura 7 e dalla letteratura in materia[34]. Man mano che le loro attività a scadenza settimanale si avvicinavano al livello regolamentare minimo del 30 %, alcuni investitori si sono probabilmente preoccupati della crescente possibilità che i gestori dei fondi utilizzassero gli strumenti di gestione della liquidità disponibili (ad esempio le commissioni di liquidità o le restrizioni al rimborso). I timori sull'uso degli strumenti di gestione della liquidità sono stati particolarmente acuti nel mercato statunitense, forse a causa del fatto che, data la loro familiarità con le commissioni degli OICVM, gli investitori dell'UE sono generalmente più a loro agio con le commissioni rispetto a quelli statunitensi. Come illustrato nella figura 7, ciò ha comportato un effetto a cascata sugli FCM domiciliati nell'UE, caratterizzato da una combinazione di rimborsi da FCM di tipo LVNAV in USD e sottoscrizioni di FCM di tipo CNAV che investono in debito pubblico in USD, di entità analoga, a testimonianza di un potenziale effetto di sostituzione (o di "fuga verso la qualità").

Figura 7 – Andamento delle attività gestite dai diversi tipi di FCM attorno a marzo 2020 Fonte: European Fund and Asset Management Association: dati di Fitch Ratings, iMoneyNet



[32] ESMA, settembre 2021, Relazione su tendenze, rischi e vulnerabilità n. 2, 2021 (non disponibile in italiano).

[33] Le carte commerciali e i certificati di deposito sono solitamente detenuti fino a scadenza, ma persino in tempi normali il loro mercato secondario non è liquido, neanche se la scadenza è molto breve. Nel contempo gli FCM rappresentano una parte rilevante della domanda di tali strumenti.

[34] L'argomento è trattato in diverse relazioni, tra cui le Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience dell'FSB dell'ottobre 2021, la *Nota sulle vulnerabilità sistemiche e considerazioni preliminari sulle politiche di riforma dei fondi comuni monetari (FCM)* del CERS pubblicata nel luglio 2021 (non disponibile in italiano) e l'articolo della BCE pubblicato nell'aprile 2021 nel Bollettino macroprudenziale, intitolato *Quanto è efficace il regolamento UE sui fondi comuni monetari? Insegnamenti tratti dalle turbolenze legate alla COVID-19* (non disponibile in italiano).

I dati[35] indicano che gli FCM con attività a scadenza settimanale di basso valore hanno registrato deflussi più elevati rispetto agli FCM con attività a scadenza settimanale di valore elevato. Tale analisi può essere considerata indicativa del fatto che gli investitori istituzionali siano usciti dagli FCM per evitare l'assoggettamento a commissioni e restrizioni. Inoltre dagli studi di Avalos e Xia (2021)[36], di Darpeix (2021)[37] e di Dunne e Giuliana (2021)[38] emerge che i coefficienti di liquidità sono stati determinanti per i rimborsi nel caso degli FCM di tipo LVNAV, ma non nel caso di quelli di tipo VNAV, a dimostrazione di possibili effetti soglia indesiderati[39]. In considerazione dell'entità della crisi e della situazione economica globale innescate dalla pandemia, le principali banche centrali hanno intrapreso una serie di azioni di sostegno ai mercati dei capitali. Tale sostegno si è concretizzato mediante:

- acquisti a titolo definitivo di certificati di deposito e le carte commerciali denominati in valuta nazionale (BCE,[40] Banca d'Inghilterra[41], Federal Reserve) sul mercato primario o secondario;
- l'estensione alle obbligazioni non garantite emesse dalle banche delle garanzie ammissibili (BCE);
- e la messa a disposizione di linee di credito per le banche ai fini dell'acquisto di attività da FCM (Federal Reserve)[42].

A seguito degli interventi delle banche centrali si è assistito a un rallentamento delle richieste di rimborso e a un miglioramento della liquidità nei mercati monetari sottostanti. Pur mirando in primo luogo a ripristinare la fiducia nello spessore e nella liquidità dei mercati del finanziamento a breve termine, gli interventi in questione hanno anche favorito indirettamente gli FCM dell'UE.

Le turbolenze di mercato verificatesi a marzo 2020 hanno dimostrato la mancanza di capacità di alcuni segmenti dei mercati finanziari di assorbire aumenti rilevanti e improvvisi delle pressioni alla vendita, dovuta forse anche alla maggiore limitazione dell'offerta di liquidità da parte degli operatori e alla sua minore reattività agli aumenti repentini della domanda rispetto alla situazione precedente la crisi finanziaria del 2008. Ciononostante a marzo 2020 nessun FCM dell'UE ha dovuto introdurre commissioni di rimborso o restrizioni al rimborso né

---

35 ESMA, 2021, Relazione su tendenze, rischi e vulnerabilità n. 1, 2021 (non disponibile in italiano).

36 Avalos, F. e Xia, D. (2021), *Investor size, liquidity and prime money market fund stress*, BRI, *Quarterly Review Special Feature*, pagg. 17–29.

37 Darpeix, P.-E. e Mosson, N. (2021), *Detailed analysis of the portfolios of French money market funds during the COVID-19 crisis in early 2020*, AMF.

38 Dunne, P. e Raffaele, G. (2021), *Do liquidity limits amplify money market fund redemptions during the COVID crisis?*, documento di lavoro n. 127 del CERS.

39 ESMA, 14 febbraio 2022, Parere dell'ESMA sulla revisione del regolamento sui fondi comuni monetari (non disponibile in italiano).

40 A marzo 2020 la BCE ha annunciato un ulteriore sostegno ai mercati monetari in euro consistente nell'estensione dell'attuale programma di acquisto per il settore societario alle carte commerciali non finanziarie denominate in EUR con scadenze residue anche di soli 28 giorni (rispetto al precedente minimo di sei mesi). Il programma di acquisto per il settore societario della BCE ha quindi avvantaggiato gli FCM in valuta locale soltanto in maniera indiretta, ossia contribuendo a ripristinare la fiducia nei mercati sottostanti denominati in EUR.

41 Paolo Cavallino e Fiorella De Fiore, 5 giugno 2020, *Central banks' response to COVID-19 in advanced economies*, Bollettino BRI n. 21.

42 Tuttavia gli FCM di tipo LVNAV in USD dell'UE non erano idonei a usufruire degli strumenti della BCE e dell'MMLF dalla Federal Reserve, per cui in un primo momento hanno subito deflussi, ma dopo gli annunci delle banche centrali hanno registrato una rapida ripresa.

tantomeno sospendere i rimborsi. Inoltre nessun FCM di tipo LVNAV ha superato le soglie stabilite dal regolamento FCM oltre le quali deve essere convertito in un FCM di tipo VNAV (per alcuni FCM di tipo LVNAV in USD lo scostamento del NAV di mercato dal NAV costante si è avvicinato al limite di 20 punti base). Questi risultati devono tuttavia essere interpretati con cautela e contestualizzati alla luce degli interventi di sostegno ai mercati attuati dalle banche centrali.

Da febbraio 2022 l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia e le conseguenti tensioni geopolitiche si sono ripercosse sui mercati finanziari, in particolare sui prezzi delle materie prime e sui relativi prodotti derivati. Poiché gli FCM dell'UE investono in attività altamente liquide e a breve scadenza con un rischio di credito minimo, non hanno subito perdite o deflussi di particolare entità. Gli FCM si sono adeguati alla situazione riorientando le proprie attività verso strumenti con scadenze ancora più brevi, meno esposte al rischio di tasso di interesse[43], e aumentando la propria liquidità. Vi sono segnali dell'impatto indiretto della vendita di altre attività da parte degli investitori o del fatto che, a fronte di richieste di margini, essi ricorrano agli FCM dell'UE per accumulare o ottenere liquidità. Tuttavia i flussi in entrata e in uscita sono apparsi piuttosto equilibrati e nessun FCM dell'UE ha dovuto introdurre commissioni di rimborso o sospendere i rimborsi a fronte di tale situazione.

A settembre 2022 la condizione di tensione del mercato nel Regno Unito ha avuto ripercussioni anche sugli FCM dell'UE con un'esposizione significativa ad attività del Regno Unito e/o con investitori britannici (in particolare gli FCM irlandesi, la cui base di investitori in termini di importo detenuto proviene per circa il 60 % dal Regno Unito). Secondo i dati disponibili, si è registrato un impatto indiretto sugli FCM denominati in GBP legato principalmente alla necessità degli investitori di accedere rapidamente alla liquidità in seguito all'aumento delle richieste di margini e delle vendite forzate, in particolare da parte di fondi con strategie di investimento incentrate sulle passività[44]. Alcuni FCM denominati in GBP hanno registrato un aumento dei deflussi (cinque fondi hanno registrato un deflusso cumulativo superiore al 10 %)[45] poco dopo l'annuncio del "mini bilancio" britannico il 23 settembre 2022.

La situazione si è rapidamente ribaltata in seguito all'intervento della Banca d'Inghilterra a sostegno del mercato dei *gilt*. A ottobre 2022 gli FCM dell'UE denominati in GBP hanno registrato flussi in entrata pari a quasi il 30 %. Inoltre durante l'ultima settimana di settembre 2022 gli FCM dell'UE denominati in GBP hanno adottato misure per rafforzare la propria resilienza con l'aumento della percentuale di attività liquide nei rispettivi portafogli e quindi una netta ascesa dei livelli di liquidità giornalieri e settimanali[46].

Sebbene uno dei fondi di tipo LVNAV abbia rischiato di superare il limite regolamentare di scostamento del NAV, sembra che nel complesso la tenuta del settore sia stata positiva e che

---

[43] Le attività a durata inferiore subiscono una variazione di prezzo minore in seguito a uno shock dei tassi di interesse. In media, gli FCM hanno ridotto considerevolmente la loro scadenza media ponderata, scesa dai livelli prossimi ai 50 giorni registrati alla fine del 2020 e nel 2021 a un minimo decennale di 19 giorni.

[44] In particolare tali strategie sono state utilizzate dai fondi pensione a prestazioni definite, che hanno fatto ricorso alla leva finanziaria per riuscire a far corrispondere le proprie attività e passività in un contesto di bassi tassi d'interesse.

[45] ESMA, febbraio 2023, Relazione su tendenze, rischi e vulnerabilità n. 1, 2023 (non disponibile in italiano).

[46] ESMA, febbraio 2023, Relazione su tendenze, rischi e vulnerabilità n. 1, 2023 (non disponibile in italiano).

esso abbia assolto la sua funzione, ossia fornire depositi di liquidità a breve termine. Il caso in questione, relativo a un investimento incentrato sulle passività, mette in luce il ruolo degli FCM come veicoli di gestione della liquidità per gli investitori istituzionali e mostra anche l'importanza di preservare la resilienza del settore degli FCM rispetto a diversi tipi di shock economici.

A marzo 2023 non si è osservato alcun impatto significativo sugli FCM dell'UE a seguito delle turbolenze nel settore bancario. Negli Stati Uniti, il crollo della Silicon Valley Bank ha suscitato dubbi in alcuni depositanti sulla sicurezza dei depositi bancari, in particolare di quelli superiori al limite di protezione previsto dalla normativa, il che ha innescato uno spostamento verso gli FCM statunitensi, che offrivano rendimenti più elevati e una migliore flessibilità. Inoltre nelle ultime settimane di marzo 2023 le turbolenze del settore bancario hanno determinato un aumento dei flussi in entrata verso le l'acquisto a pronti con patto di rivendita overnight, della Federal Reserve. In seguito all'acquisizione di Credit Suisse da parte di UBS, anche gli FCM dell'UE hanno registrato flussi in entrata consistenti, tra cui 17,7 miliardi di EUR verso gli FCM denominati in EUR a marzo 2023, che possono essere considerati indizi del fatto che gli operatori di mercato considerano resiliente il settore degli FCM dell'UE.

3. ADEGUATEZZA DEL REGOLAMENTO FCM DAL PUNTO DI VISTA SIA PRUDENZIALE CHE ECONOMICO

Nella sezione seguente sarà esaminata l'adeguatezza del regolamento FCM dal punto di vista sia prudenziale che economico, in conformità di quanto prescritto all'articolo 46, paragrafo 2, del regolamento stesso.

Gli FCM costituiscono una categoria di fondi di investimento a sé stante, strettamente interconnessa, da un lato, con le imprese attive nell'economia reale e con il settore bancario e, dall'altro, con componenti fondamentali dei mercati finanziari. Assolvono un'importante funzione economica su due fronti: come strumento di gestione della liquidità e dei contanti e come strumento di finanziamento a breve termine per entità finanziarie e non finanziarie. Non sono un insieme omogeneo, ma presentano caratteristiche di struttura e di rischio diverse a seconda delle giurisdizioni[47].

3.1. Gli FCM e il debito emesso o garantito dagli Stati membri

L'articolo 46, paragrafo 2, lettere b) e c), del regolamento FCM impone alla Commissione di valutare il ruolo svolto dagli FCM nell'acquisto del debito emesso o garantito dagli Stati membri e di tenere conto delle caratteristiche specifiche di tale debito e del ruolo da esso svolto nel finanziamento degli Stati membri.

Gli FCM dell'UE non investono in misura cospicua negli strumenti di debito emessi o garantiti dagli Stati membri dell'UE a causa della liquidità relativamente bassa e delle lunghe scadenze di tali titoli. La maggior parte dell'esposizione al debito pubblico degli FCM dell'UE è invece verso emittenti sovrani non UE (119 miliardi di EUR alla fine del 2021, ossia il 74 % del totale dell'esposizione sovrana). In particolare, il debito pubblico statunitense rappresenta la quasi totalità de titoli di debito sovrano detenuti dagli FCM di tipo CNAV (88 miliardi di EUR alla fine del 2021). Nel caso degli FCM di tipo LVNAV, alla fine del 2021 il debito

[47] FSB, 11 ottobre 2021, *Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience*.

pubblico dei paesi dell'UE rappresentava il 36 % dell'esposizione di tali fondi ai titoli di Stato, mentre i titoli sovrani del Regno Unito e degli Stati Uniti ne rappresentavano circa il 60 %. A differenza di quanto accade per altri tipi di FCM, nel caso degli FCM di tipo VNAV la maggior parte dei titoli di debito pubblico detenuti è costituita da strumenti dell'UE, che alla fine del 2021 rappresentavano oltre il 75 % dell'esposizione al debito pubblico di tali fondi[48]. Tuttavia, rispetto ad altri tipi di FCM, gli FCM di tipo VNAV detengono generalmente una quota inferiore di debito pubblico (solo il 7 % delle loro attività).

A norma del regolamento FCM, il debito pubblico con una vita residua più lunga[49] può comunque rappresentare fino a un massimo di 17,5 punti percentuali rispetto al 30 % di attività a scadenza settimanale prescritto per gli FCM di tipo LVNAV e per gli FCM di tipo CNAV che investono in debito pubblico. Secondo i rispondenti alla consultazione, il limite del 17,5 % sembra essere incoerente con il trattamento del debito sovrano in altri quadri legislativi (sezione 3.2). Tuttavia il regolamento FCM consente a tali fondi di investire sino al 100 % delle attività in debito sovrano e le limitazioni si concentrano esclusivamente sulle riserve di liquidità degli FCM di tipo CNAV che investono in debito pubblico, a causa della scadenza più lunga e della maggiore volatilità di tali attività rispetto alle attività a scadenza settimanale. I rispondenti alla consultazione segnalano anche che molti investitori utilizzano gli FCM di tipo CNAV che investono in debito pubblico in quanto non sono disposti a investire in portafogli creditizi o non sono in grado di farlo. Spesso tale situazione è dovuta a specifici obblighi di garanzia, di capitale o normativi, quali ad esempio l'obbligo di garantire le posizioni di tesoreria solo mediante il debito pubblico, oppure a obblighi normativi quali la necessità di disporre di attività liquide di alta qualità. Secondo altri investitori, gli investimenti negli FCM di tipo CNAV che investono in debito pubblico sono effettuati a fini di diversificazione, ma le dimensioni dei mercati interessati non sono sufficienti a soddisfare le esigenze di gestione della liquidità di alcuni investitori.

3.2. Definizioni uniformi di liquidità e qualità creditizia elevate ed elevatissime delle attività trasferibili

L'articolo 46, paragrafo 2, lettera d), del regolamento FCM impone alla Commissione di tenere conto della relazione di cui all'articolo 509, paragrafo 3, del regolamento (UE) n. 575/2013.

L'articolo 509, paragrafo 3, del regolamento (UE) n. 575/2013 ha affidato all'ABE il compito di riferire alla Commissione sulle opportune definizioni uniformi di liquidità e di qualità creditizia elevate ed elevatissime delle attività trasferibili. Le banche investono in tali attività per soddisfare i requisiti normativi in materia di liquidità previsti dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria.

L'ABE ha pubblicato tale relazione il 20 dicembre 2013[50], raccomandando al contempo l'integrazione delle sue conclusioni empiriche con un giudizio qualitativo/esperto, che si fondasse anche sulla consulenza in materia di vigilanza. Sulla base dell'analisi empirica di

[48] ESMA, 8 febbraio 2023: Il mercato UE degli FCM 2023 (non disponibile in italiano).

[49] A condizione che siano altamente liquide e possano essere riscattate e liquidate entro un giorno lavorativo, tali attività possono essere conteggiate tra le attività a scadenza settimanale con vita residua fino a 190 giorni.

[50] Filone di lavoro 5 (WS 5): relazione sul coefficiente di copertura della liquidità ai sensi dell'articolo 481, paragrafo 1, del regolamento sui requisiti patrimoniali (europa.eu).

un'ampia gamma di attività finanziarie negoziate nell'UE, l'ABE ha stabilito una distinzione tra attività aventi liquidità e qualità elevate e attività aventi liquidità e qualità elevatissime. In linea con gli standard internazionali, l'ABE ha raccomandato di considerare come attività trasferibili aventi liquidità e qualità creditizia elevatissime tutte le obbligazioni emesse o garantite in valuta nazionale da emittenti sovrani e banche centrali dello Spazio economico europeo, come pure quelle emesse o garantite da istituzioni sovranazionali.

Per i gestori di attivi la gestione del rischio di liquidità prevede una serie di salvaguardie: scaglionamento delle scadenze, in particolare per le attività meno liquide, categorie di liquidità giornaliere e settimanali a seconda della scadenza delle attività in portafoglio, regole sulla qualità creditizia delle attività, conoscenza della base di investitori degli FCM e regole sul comportamento e sulla liquidità delle attività e sulla loro correlazione. Dal 2017 si presta maggiore attenzione al rafforzamento della gestione del rischio di liquidità, anche lavorando sulle prove di stress, sulla trasparenza e sulla vigilanza degli FCM, sulla definizione del concetto di attività liquide e sull'ammissibilità delle attività ai requisiti di liquidità.

In base alla normativa dell'UE in materia di gestione di attività, la liquidità di un'attività non può essere presunta automaticamente, ma deve essere verificata mediante un'apposita prova di liquidità. A tal fine i gestori di attivi devono istituire un adeguato processo di gestione del rischio e sottoporlo sistematicamente a revisioni, adattandolo alle strategie di investimento e al tipo di investitori (politica di "conoscenza del proprio cliente"). La liquidità e la qualità creditizia sono misurate caso per caso a livello di strumenti finanziari e di portafoglio complessivo.

Pertanto, anche se alcune attività possono essere considerate a liquidità elevata o elevatissima nell'ambito del quadro bancario dell'UE, nel contesto di un FCM la situazione potrebbe non essere automaticamente la stessa e per determinare la liquidità e la qualità creditizia delle attività di un fondo sarà necessaria un'analisi caso per caso.

3.3. Impatto del regolamento FCM sui mercati dei finanziamenti a breve termine

L'articolo 46, paragrafo 2, lettera e), del regolamento FCM impone alla Commissione di tenere conto dell'impatto di tale regolamento sui mercati dei finanziamenti a breve termine.

Gli FCM fanno parte del più ampio ecosistema dei finanziamenti a breve termine. Le turbolenze di marzo 2020 hanno evidenziato determinate vulnerabilità strutturali, lacune nei dati e incertezze normative sui mercati europei dei finanziamenti a breve termine. Pur trascendendo l'ambito di applicazione del regolamento FCM, tali problematiche rimangono importanti per il buon funzionamento degli FCM dell'UE.

Il mercato dei finanziamenti a breve termine è un mercato fuori borsa in cui operano negoziatori per conto proprio. È stato dimostrato che questo mercato è caratterizzato da frammentazione e scarsa trasparenza[51]. Le informazioni di mercato sono distribuite tra più sedi di negoziazione, nessuna delle quali è in grado di fornire un quadro completo del mercato a causa di informative incomplete, ambiti di azione poco chiari, incongruenze terminologiche e altri fattori.

[51] Darpeix, P., marzo 2022, *The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know*, Authorité des Marchés Financiers, mappature dei rischi e delle tendenze.

Dallo studio emerge anche che l'attività del mercato secondario (offerte, prezzi, volumi ecc.) è quasi completamente opaca. Ciò rende problematica la determinazione dei prezzi, crea inefficienze nei mercati interessati e per gli FMC diventa difficile il monitoraggio adeguato dei rischi in situazioni di stress, oltre a impedire alle autorità di regolamentazione di valutare accuratamente la liquidità strutturale del mercato. Una maggiore trasparenza potrebbe contribuire a rendere i mercati dei finanziamenti a breve termine più dinamici e più resilienti, riducendo così anche il rischio associato agli FCM in caso di grave tensione.

La maggior parte dei rispondenti alla consultazione, compresi gli esponenti e le autorità di vigilanza del settore finanziario, ha sottolineato la necessità di aumentare la trasparenza e di favorire la determinazione dei prezzi nei mercati dei titoli a breve termine imponendo un maggior numero di informazioni sull'oggetto delle negoziazioni e sulle esposizioni in essere.

Inoltre, a causa della minore liquidità e dell'opacità di questo mercato, esiste il rischio che le tensioni del mercato siano trasmesse ad altri FCM, fenomeno noto come "dinamica di contagio". Per soddisfare le richieste di rimborso gli FCM devono investire in attività sufficientemente liquide. Tali strumenti liquidi comprendono le operazioni di acquisto con patto di rivendita (spesso overnight), i buoni del Tesoro e i depositi bancari. Altri strumenti (certificati di deposito, carta commerciale) non sempre possono essere ceduti rapidamente (in quanto sono generalmente detenuti fino a scadenza e perché i mercati secondari non sono dotati di sufficiente spessore, per cui l'impatto sul prezzo in caso di vendita è maggiore), ma presentano una scadenza molto breve. Qualora si verificasse una corsa ai fondi, per soddisfare le richieste di rimborso gli FCM utilizzerebbero innanzitutto i proventi derivanti dalle attività in scadenza o porrebbero termine alle operazioni di acquisto con patto di rivendita. Se tale corsa dovesse protrarsi, gli FCM venderebbero le loro attività liquide senza investire ulteriormente in strumenti a breve termine, provocando un'improvvisa riduzione delle fonti di finanziamento per le imprese.

In linea di principio sarebbe possibile evitare tale dinamica di contagio se gli FCM potessero investire le proprie disponibilità liquide in strumenti il cui eventuale ritiro rapido non provocherebbe il contagio del mercato. In questo senso, uno strumento idoneo potrebbe essere un deposito presso la banca centrale stessa. Un caso di studio di un simile sistema esiste negli Stati Uniti, dove gli FCM possono utilizzare le loro eccedenze di liquidità in operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita overnight ("ON RRP"), della Federal Reserve. Oltre a prevenire dinamiche di contagio in situazioni di crisi di liquidità, tale strumento pone il settore degli FCM statunitensi in una posizione di vantaggio rispetto agli FCM dell'UE in termini di flessibilità nella gestione dei propri flussi di liquidità in entrata[52]. Di ciò si è avuta dimostrazione in occasione della crisi bancaria innescata dal crollo della Silicon Valley Bank, che ha determinato un aumento dei flussi in entrata verso gli FCM statunitensi e la conseguente crescita dell'utilizzo dello strumento della Federal Reserve nelle ultime settimane di marzo 2023. A marzo 2023 gli FCM e gli altri partecipanti ammissibili detenevano oltre2 300 miliardi di dollari USA in tale strumento[53].

[52] La decisione di aprire agli FCM uno strumento di liquidità simile esula tuttavia dalle competenze della Commissione europea e rientra invece nella sfera di competenza della BCE.

[53] Reverse Repo Operations - FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK (newyorkfed.org)

3.4. Evoluzione del quadro regolamentare a livello internazionale

L'articolo 46, paragrafo 2, lettera f), del regolamento FCM impone alla Commissione di tenere conto dell'evoluzione del quadro regolamentare a livello internazionale.

Gli eventi legati alla pandemia hanno dato un forte impulso all'ulteriore rafforzamento del quadro regolamentare degli FCM. Tale impulso ha dato luogo a diverse proposte da parte dell'ESMA, del CERS e dell'FSB volte a riformare tale quadro regolamentare al fine di limitare i rischi sistemici e garantire la capacità del settore degli FCM di resistere a eventuali stress di liquidità o tensioni di mercato futuri. Le opzioni strategiche proposte dalle diverse autorità e istituzioni possono essere raggruppate come segue: 1) riduzione del rischio di ritiro massiccio di fondi (in particolare eliminando le caratteristiche di alcuni FCM che li rendono analoghi ai depositi), 2) rafforzamento della liquidità degli FCM e della loro capacità di assorbire le perdite e 3) misure di preparazione a crisi future. La tabella 2 contiene un elenco di tali proposte, le cui caratteristiche sono specificate di seguito.

Tabella 2 – Principali proposte strategiche

Obiettivi politici	Proposte strategiche	1) ESMA	2) CERS	3) FSB
Riduzione del rischio di ritiro massiccio di fondi	Eliminare la possibilità di utilizzare il metodo del costo ammortizzato per gli FCM di tipo LVNAV	Sì	Sì	Sì
	Svincolare l'attivazione degli strumenti di gestione della liquidità dalle soglie regolamentari per FCM di tipo LVNAV e CNAV	Sì	Sì	Sì
	Addebitare agli investitori uscenti il costo dei rispettivi rimborsi		Sì	Sì
Rafforzamento della liquidità degli FCM e della loro capacità di assorbire le perdite	Norme sull'utilizzo degli strumenti di gestione della liquidità	Sì	Sì	Sì
	Modifiche del coefficiente di liquidità giornaliero o settimanale	Sì	Sì	
	Imposizione di una quota minima di investimenti nel debito pubblico	Volontarietà della consistenza	Sì	
	Maggiore utilizzabilità delle consistenze di liquidità nei periodi di tensione	Sì	Sì	
	Introduzione di un saldo minimo a rischio			Sì
	Riserva di capitale			Sì
Altre misure	Potenziamento del quadro di riferimento per le prove di stress	Sì	Sì	
	Sostegno esterno (integrazione della dichiarazione dell'ESMA nella legislazione)	Sì		
	Norme sulla divulgazione dei rating degli FCM	Sì		
	Obblighi di informativa più avanzati	Sì	Sì	

- Parere dell'ESMA sulla riforma del regolamento FCM, 14 febbraio 2022 (non disponibile in italiano).
- Raccomandazione del CERS sulla riforma degli FCM, 25 gennaio 2022
- Raccomandazioni dell'FSB al G20 sulle riforme degli FCM, 11 ottobre 2021 (*Policy proposals to enhance money market fund resilience*).
- Progetto di modifica delle norme sugli FCM della Securities and Exchange Commission (SEC) degli Stati Uniti, 15 dicembre 2021 (*MMF Reforms*) sottoposto a consultazioni pubbliche.
- Documento di discussione congiunta della Financial Conduct Authority (FCA) e della Banca d'Inghilterra sugli FCM, maggio 2022, (*Resilience of Money Market Funds*) sottoposto a consultazione fino al 23 luglio 2022.

(*) Proposta di imporre, in condizioni di tensione del mercato, la detenzione di una quota minima di attività altamente liquide, tra cui il debito pubblico, e la detenzione di una quota massima di attività a minore liquidità (ad es. il 40 % di certificati di deposito e carte commerciali del settore privato).
(**) La Banca d'Inghilterra e la Financial Conduct Authority stanno valutando l'avvio di una consultazione sull'eliminazione del NAV stabile dagli FCM di tipo LVNAV. Per gli FCM di tipo LVNAV varrebbero norme analoghe a quelle applicabili agli FCM a breve termine di tipo VNAV. Le due istituzioni stanno anche valutando la possibilità di limitare le dimensioni del mercato degli FCM di tipo CNAV che investono in debito pubblico.

3.4.1. Riduzione del rischio di ritiro massiccio di fondi

Alcune organizzazioni e alcuni organismi di vigilanza di livello internazionale, quali il CERS e l'ESMA, hanno raccomandato di trasformare gli FCM di tipo LVNAV in fondi a NAV variabile, seguendo l'esempio degli Stati Uniti[54]. Tale modifica mirerebbe a ridurre il rischio di ritiro massiccio di fondi causate da effetti soglia, limitando la possibilità degli investitori di ottenere rimborsi da parte degli FCM a prezzi costanti che, in periodi di tensione del mercato, non riflettono necessariamente le valutazioni di mercato correnti delle attività sottostanti. A tal fine propongono di vietare l'utilizzo del metodo del costo ammortizzato e del relativo arrotondamento al secondo decimale, che consente agli FCM di tipo LVNAV di offrire un prezzo di rimborso stabile.

Tuttavia questa opzione strategica comporterebbe un cambiamento radicale per il mercato degli FCM dell'UE e soprattutto la scomparsa del mercato degli FCM di tipo LVNAV. Il passaggio da un NAV stabile a un NAV variabile eliminerebbe le caratteristiche di tali prodotti che li rendono analoghi ai depositi e che costituiscono uno dei principali motivi addotti dagli investitori per giustificare il ricorso agli FCM di questo tipo. La maggioranza dei rispondenti alla consultazione si è dimostrata piuttosto critica nei confronti della soppressione degli FCM di tipo LVNAV. Secondo la maggior parte di essi tale soppressione rischierebbe di provocare l'uscita dal mercato degli FCM da parte di alcuni investitori. La limitata disponibilità di soluzioni economicamente valide in alternativa agli FCM di tipo LVNAV o in sostituzione di questi ultimi potrebbe indurre gli investitori a rivolgersi a prodotti meno regolamentati.

In alternativa, gli attuali investitori in FCM di tipo LVNAV potrebbero investire in FCM di tipo CNAV che investono in debito pubblico (attualmente rappresentanti l'11 % del mercato), in FCM a NAV variabile (in particolare quelli a breve termine di tipo VNAV) o direttamente nel mercato a breve termine. Dalle risposte alla consultazione dei portatori di interessi emerge tuttavia che il segmento degli FCM di tipo CNAV che investono in debito pubblico è di dimensioni troppo ridotte per soddisfare le esigenze degli investitori in materia di gestione dei contanti e che esso non risponde alle loro necessità di liquidità. Inoltre i rispondenti affermano che la soppressione degli FCM di tipo VNAV comporterebbe una maggiore concorrenza per le attività pubbliche, utilizzate dalle banche come attività liquide di elevata qualità e da numerosi altri investitori per la gestione della liquidità.

Alcuni rispondenti individuano una possibile alternativa negli FCM a breve termine di tipo VNAV, ma sottolineano le incertezze sul loro trattamento contabile come "disponibilità liquide e mezzi equivalenti" nelle diverse giurisdizioni. Per di più le modifiche in questione avrebbero anche risvolti sul piano fiscale. La maggior parte dei rispondenti alla consultazione

[54] La SEC degli Stati Uniti si è mossa in questo senso nel 2016. La riforma della SEC ha imposto il passaggio al NAV variabile a tutti gli FCM istituzionali di tipo *prime* (ossia gli FCM non pubblici utilizzati da investitori istituzionali). Tale riforma ha fatto sì che negli anni precedenti la sua attuazione si verificasse una notevole contrazione delle attività investite in questi FCM statunitensi a vantaggio di quelli pubblici (caratterizzati da un NAV stabile).

dichiara che utilizzerebbe i depositi bancari come strumenti alternativi nel caso in cui gli FCM di tipo LVNAV non fossero più disponibili, anche se tali depositi comporterebbero un aumento del rischio di controparte e ridurrebbero notevolmente la diversificazione del rischio rispetto a quella ottenibile con i portafogli diversificati forniti dagli FCM.

Nel complesso, i rispondenti hanno apprezzato l'utilità degli FCM di tipo LVNAV e in particolare la facilità d'uso a livello operativo per gli investitori, dovuta alla possibilità di arrotondare il prezzo delle azioni entro il limite di 20 punti base. Qualora gli FCM di tipo LVNAV non fossero più disponibili, i rispondenti temono la mancanza di opzioni alternative di investimento e di diversificazione del rischio. Un altro aspetto da tenere in considerazione è la resilienza dimostrata dagli FCM di tipo LVNAV durante le turbolenze di marzo 2020, periodo nel quale nessuno di tali fondi ha attivato strumenti di gestione della liquidità o è stato trasformato in un FCM di tipo VNAV.

3.4.2. Rafforzamento della liquidità degli FCM e della loro capacità di assorbire le perdite

Gli organismi prudenziali e di vigilanza hanno presentato una serie di opzioni strategiche volte a rafforzare ulteriormente la capacità degli FCM di far fronte a richieste di ingenti rimborsi e a proteggere l'interesse pubblico e la stabilità finanziaria.

Benché il regolamento FCM non preveda un collegamento automatico tra utilizzo di strumenti per la gestione della liquidità e livelli di liquidità, il superamento del livello minimo del 30 % di attività a scadenza settimanale detenute può potenzialmente comportare l'imposizione di restrizioni al rimborso o di commissioni di rimborso. Tale elemento sembra aver indotto i gestori dei fondi a non utilizzare le proprie disponibilità di attività a scadenza settimanale per finanziare l'aumento delle richieste di rimborso verificatosi a marzo 2020, nel timore che il superamento del livello minimo di tali attività potesse determinare ulteriori richieste di rimborso da parte degli investitori che prevedevano l'imposizione di strumenti di gestione della liquidità. Scollegare del tutto l'eventuale utilizzo di strumenti per la gestione della liquidità dal superamento del livello minimo di liquidità detenuta potrebbe quindi accrescere la capacità dei gestori di fondi di finanziare l'aumento dei rimborsi nei periodi di tensione. Questa proposta è quella che finora ha raccolto il maggior numero di consensi tra i portatori di interessi.

La proposta di rendere più flessibili i limiti attuali alle attività di debito pubblico ammissibili nell'ambito delle categorie di liquidità trova ampio sostegno presso la BCE, che punta a rendere obbligatori gli investimenti in queste attività. Le opinioni dei portatori di interessi sono discordanti per quanto riguarda il carattere vincolante e i livelli degli investimenti in tali attività, a causa dell'impatto variabile di detti investimenti sulla redditività degli FCM e della disponibilità di titoli di debito pubblico ammissibili. I portatori di interessi manifestano anche preoccupazioni circa il trasferimento del rischio di liquidità al mercato sovrano. Sebbene possa fungere da strumento essenziale per la gestione della liquidità degli FCM, il debito pubblico non è immune da episodi di volatilità dei prezzi, come ha dimostrato la recente crisi nel Regno Unito. Inoltre vi è il rischio che l'aumento degli attuali limiti alle attività di debito pubblico ammissibili provochi un'eccessiva concentrazione degli investimenti degli FCM su tali titoli, laddove la diversificazione degli investimenti in più classi di attività costituisce invece un'importante salvaguardia.

Più in generale, pur non essendo controverse nel merito, le proposte di aumentare la consistenza minima di attività liquide sono di difficile attuazione e potrebbero provocare conseguenze indesiderate. Se infatti le norme sul coefficiente di copertura della liquidità contengono una definizione di attività liquide di elevata qualità, nel settore della gestione delle attività la definizione di attività liquide risulta difficoltosa (ad esempio, anche i titoli di Stato possono essere soggetti a condizioni di tensione del mercato). Inoltre i gestori degli FCM gestiscono la liquidità secondo un approccio olistico basato sullo scaglionamento delle scadenze, sul ricorso a operazioni di acquisto con patto di rivendita e sulle caratteristiche della base di investitori (compresa la concentrazione degli investitori). Infine l'introduzione di ulteriori soglie rigorose comporterebbe una certa rigidità nell'attuazione delle politiche di gestione del rischio di liquidità adottate dai gestori di attivi, comprese le prove di stress, e potrebbe provocare effetti indesiderati.

I pareri dei portatori di interessi circa l'impatto effettivo delle raccomandazioni intese a dare ai gestori di fondi la possibilità di trasferire agli investitori il costo dei rimborsi (imponendo diversi tipi di strumenti di gestione della liquidità basati sul prezzo, noti anche come *swing pricing*), come suggerito dall'FSB e dal CERS e proposto dalla Securities and Exchange Commission degli Stati Uniti, sono discordanti a seconda del ruolo e della funzione degli FCM. Sulla scia delle raccomandazioni dell'FSB e del CERS, la proposta di revisione della direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (direttiva sui GEFIA) e della direttiva sugli OICVM mira ad ampliare la gamma di strumenti di gestione della liquidità per i fondi dell'UE e ad armonizzarne le modalità di utilizzo. Gli FCM dell'UE trarranno beneficio dalle revisioni della direttiva sui GEFIA e della direttiva sugli OICVM, in base alle quali i gestori di attivi avranno a disposizione un apposito elenco dal quale scegliere gli strumenti di gestione della liquidità più adeguati.

L'FSB ha presentato proposte volte ad aumentare la capacità di assorbimento delle perdite degli FCM, tra le quali l'imposizione di vincoli per quanto concerne le quote che possono essere oggetto di rimborso immediato (il cosiddetto "saldo minimo a rischio") e l'obbligo degli FCM di mantenere riserve di capitale, ad esempio al di fuori dell'FCM stesso in un conto di garanzia finanziato dai gestori del fondo. Soluzioni di questo tipo ridurrebbero il "vantaggio della prima mossa" per gli investitori, in quanto attenuerebbero il rischio di perdite imposto sugli altri investitori. Tuttavia simili soluzioni non sono state sperimentate e presuppongono importanti adeguamenti operativi (per il "saldo minimo a rischio"), oppure renderebbero più costosa la gestione degli FCM determinando così la probabile chiusura di alcuni fondi (per le riserve di capitale) e la riduzione dei rendimenti per gli investitori.

3.4.3. Altre misure

L'ESMA e l'FSB hanno proposto anche una serie di misure supplementari, non direttamente collegate alla gestione degli FCM, che meritano ulteriori valutazioni. Si tratta principalmente di misure relative alle informative e alle prove di stress. Altrettanto meritevoli di approfondimento sono altre proposte avanzate dai portatori di interessi, tra cui il rafforzamento della vigilanza.

3.5. Fattibilità dell'istituzione di una quota minima dell'80 % del debito pubblico dell'UE

A norma dell'articolo 46, paragrafo 2, del regolamento FCM la Commissione deve valutare la fattibilità dell'istituzione di una quota dell'80 % del debito pubblico dell'UE.

La presente relazione tiene in considerazione la disponibilità di strumenti di debito pubblico dell'UE a breve termine e valuta se gli FCM di tipo LVNAV siano un'adeguata alternativa agli FCM di tipo CNAV che investono in debito pubblico e che sono destinati a strumenti in altre valute.

Al considerando 56 del regolamento FCM si sostiene che l'istituzione di una simile quota può essere giustificata "*dal punto di vista della vigilanza prudenziale*", dato che "*l'emissione di strumenti di debito pubblico dell'UE a breve termine è disciplinata dalla legislazione dell'UE*". Tuttavia vi sono due difficoltà fondamentali che rendono tale quota inattuabile nella pratica.

La prima difficoltà è la discrepanza tra gli FCM di tipo CNAV che investono in debito pubblico attualmente disponibili nell'UE (denominati per lo più in USD o in GBP, a fronte di un solo FCM di tipo CNAV, di dimensioni relativamente ridotte, denominato in EUR[55]), da una parte, e la denominazione del debito pubblico nell'UE, dall'altra. Secondo i dati raccolti da Darpeix[56], l'ampia maggioranza (circa il 90 %) dei titoli di debito a breve termine emessi dai paesi dell'UE (appartenenti o no all'area dell'euro) è denominata in EUR, mentre soltanto il 5 % circa è denominato in USD. La discrepanza tra le denominazioni dei fondi stessi e gli strumenti di debito pubblico disponibili fa sì che gli FCM di tipo CNAV che investono in debito pubblico dell'UE investano principalmente in strumenti emessi negli Stati Uniti e nel Regno Unito[57].

Dai risultati della consultazione pubblica emerge che, anche con l'imposizione di una quota di debito pubblico nell'UE, gli investitori in FCM di tipo CNAV che investono in debito pubblico denominati in USD e in GBP probabilmente non opterebbero per FCM denominati in EUR, e ciò per due motivi fondamentali:

- in primo luogo perché la maggior parte dei clienti considera congiuntamente gli aspetti del rischio sovrano e del rischio valutario. Ad esempio, i clienti che investono in FCM denominati in USD desiderano essere esposti al debito e alla valuta degli Stati Uniti anziché a quelli dell'UE. Tale esigenza è strettamente correlata alla funzione economica degli FCM come riserva di liquidità in una determinata valuta;
- in secondo luogo perché esistono rischi legati alla scarsa diversificazione e alla liquidità relativamente bassa del debito pubblico a breve termine denominato in EUR. Stando alle risposte dei portatori di interessi, gli FCM preferiscono investire in attività a scadenza inferiore a tre mesi, caratteristica difficile da riscontrare nell'attuale mercato del debito pubblico denominato in EUR.

---

[55] Sulla base dei dati ESMA, 8 febbraio 2023: Il mercato UE degli FCM 2023 (non disponibile in italiano).

[56] Darpeix, P., marzo 2022, *The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know*, Authorité des Marchés Financiers, mappature dei rischi e delle tendenze.

[57] Per una serie di ragioni gli FCM tendono a non mescolare valute diverse. Anche se possono farlo in una certa misura coprendo le esposizioni al rischio di cambio tramite derivati sul tassi di cambi, ciò diventerebbe materialmente troppo oneroso.

La seconda difficoltà consiste nel fatto che una quota di questo tipo potrebbe avere implicazioni negative per la stabilità finanziaria. Per soddisfare i requisiti di liquidità di Basilea II le banche necessitano di un'esposizione al debito pubblico. L'istituzione di una quota minima dell'80 % del debito pubblico dell'UE orienterebbe gli FCM e le banche verso gli stessi strumenti. Si creerebbe così una molteplicità di investitori che investono nella medesima classe di attività, con un conseguente aumento dei rischi di contagio e di instabilità finanziaria in situazioni di crisi, in quanto le esposizioni sottostanti comuni amplificherebbero un circuito di retroazione tra rischio finanziario e rischio sovrano.

Alla luce dell'analisi esposta, i vantaggi dell'istituzione di una quota minima dell'80 % del debito pubblico dell'UE rimangono discutibili. Tuttavia, anche senza l'imposizione di una quota, il recente aumento dei tassi di interesse nell'area dell'euro potrebbe far emergere sul mercato un maggior numero di FCM di tipo CNAV che investono in debito pubblico incentrati sull'euro, fatto che potrebbe contribuire al collocamento di un più elevato numero di titoli di debito sovrano a breve termine in EUR presso gli FCM di tipo CNAV dell'UE.

4. CONCLUSIONI

La presente relazione assolve il mandato di cui all'articolo 46, paragrafi 1 e 2, del regolamento FCM, in base al quale la Commissione era tenuta a presentare al Parlamento europeo e al Consiglio una relazione in cui riesamina l'adeguatezza del regolamento dal punto di vista sia prudenziale che economico.

Dalla relazione 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. Nel corso di tali tensioni nessun FCM domiciliato nell'UE ha dovuto introdurre commissioni di rimborso o restrizioni al rimborso, né tantomeno sospendere i rimborsi. Allo stesso modo gli FCM dell'UE incentrati su attività in GBP hanno resistito alla pressione sui rimborsi legata alla tensione del mercato dei *gilt* di settembre 2022.

Tali esperienze dimostrano che le salvaguardie previste dal regolamento FCM hanno funzionato come previsto. Tra queste figurano le salvaguardie concepite per consentire agli FCM a NAV stabile (FCM di tipo CNAV e FCM di tipo LVNAV) di continuare a utilizzare, a determinate condizioni, il metodo del costo ammortizzato senza creare rischi sistemici o danneggiare gli investitori.

Prevedendo un regime specifico il regolamento FCM ha rafforzato in modo considerevole il quadro regolamentare degli FCM nell'UE, in precedenza disciplinati da norme tra loro diverse. In ogni caso, dopo cinque anni di applicazione del regolamento FCM, la presente relazione individua alcune carenze che dovrebbero essere ulteriormente valutate. In particolare, i risultati della consultazione dei portatori di interessi e i recenti sviluppi del mercato mettono in luce un possibile margine di manovra per aumentare ulteriormente la resilienza degli FCM dell'UE, soprattutto svincolando l'eventuale attivazione degli strumenti di gestione della liquidità dalle soglie di liquidità regolamentari. Nella presente relazione si evidenziano inoltre alcuni problemi strutturali esterni agli FCM, e quindi anche al regolamento FCM, compresi quelli legati ai mercati a breve termine sottostanti. Tali problemi strutturali meriterebbero un'ulteriore valutazione e sono attualmente oggetto di un'analisi più approfondita a livello di FSB.

Infine gli FCM dell'UE trarranno beneficio dalla revisione attualmente in corso della direttiva sui GEFIA e della direttiva sugli OICVM[58], finalizzata all'introduzione di nuove norme armonizzate per aumentare la disponibilità di strumenti per la gestione della liquidità per i fondi aperti. Il nuovo quadro relativo agli strumenti per la gestione della liquidità rafforzerà ulteriormente la resilienza della gestione della liquidità degli FCM dell'UE in caso di tensione.

[58] Gli FCM operanti nell'UE devono infatti essere istituiti secondo la direttiva sui GEFIA o la direttiva sugli OICVM ed essere ad esse conformi. La proposta della Commissione è consultabile all'indirizzo seguente: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Servizi-finanziari-revisione-delle-norme-dellUE-sui-gestori-di-fondi-di-investimento-alternativi_it.