

CONSULTAZIONE ESMA SULLA REVISIONE LEGISLATIVA DELLA NORMATIVA SUI FONDI DEL MERCATO MONETARIO EUROPEI

Domande della consultazione e risposte di Anasf

Questioni fondamentali affrontate dai fondi del mercato monetario durante la crisi dovuta al Covid-19 nel marzo del 2020

Nonostante i fondi che operano sul mercato monetario abbiano sperimentato ingenti fuoriuscite di capitali ed abbiano avuto difficoltà a cedere le loro attività (vista la mancanza di liquidità sui mercati dei certificati di deposito e dei crediti commerciali), le misure messe in campo dalle banche centrali per supportare i mercati (acquisti di crediti commerciali per favorire la liquidità, dispositivi di liquidità per acquistare le attività dei fondi (FED) o estensione del collaterale ammissibile alle obbligazioni non garantite (BCE)) hanno contenuto i danni. Ciononostante, sono emerse le maggiori vulnerabilità del mercato monetario: (i) **la liquidità dei mercati dei sottostanti**; (ii) **requisiti normativi**; (iii) **il ruolo delle agenzie di rating**.

(i) Liquidità sui mercati monetari privati: i fondi del mercato monetario (d'ora in poi MMFs) sono esposti a tre sfide interconnesse riguardanti la liquidità dalla parte dell'attivo: **(a) questi fondi hanno una grande presenza di mercato per quanto riguarda le classi di attività nelle quali investono**; **(b) i mercati interessati non sono molto liquidi nemmeno in periodi normali**; **(c) i MMFs (a seconda del tipo e della valuta) hanno un alto grado di sovrapposizione dei portafogli**.

(ii) Ruolo dei vincoli normativi per gli LVNAVs: per i MMFs che prevedono la rimborsabilità al valore nominale, il quadro normativo europeo prevede requisiti di liquidità più stringenti. **Per soddisfare le richieste di rimborso giornaliera, gli LVNAV dovrebbero vendere degli strumenti**; allo stesso tempo però, **devono tenere le loro attività liquide settimanali (Weekly Liquid Assets, WLAs) al di sopra del 30% del NAV e la deviazione del NAV al di sotto di 20 bp**.

(iii) Il ruolo delle agenzie di rating del credito (CRAs) nel rating dei MMFs: in alcune giurisdizioni, la maggior parte dei fondi tipicamente ricevono dei ratings dalle CRAs. Questi ratings sono diversi da quelli relativi al credito, perché vanno a valutare la capacità del MMF di preservare il capitale e di mantenere la liquidità; *Ratings del merito creditizio*: per limitare l'eccessivo affidamento ai ratings esterni, che vengono comunque presi in considerazione dai fondi, il Regolamento sui MMFs richiede ai fondi di attuare anche delle valutazioni interne sulla qualità del credito. I MMFs che ottengono un rating investono solo in strumenti ed emittenti con un alto rating: in particolar modo, **i MMFs con un rating assegnato da almeno una CRA investono il 100% in strumenti e emittenti che hanno ricevuto ratings di credito dalla stessa CRA**. Questo

può essere spiegato dai vincoli legati alle metodologie per l'emissione di ratings MMF: alcune CRAs emettono un rating AAmmf solo se il MMF investe in strumenti/emittenti con un alto rating, e spesso i fondi sono costretti ad investire solo in strumenti con rating emesso dalla stessa CRA (altri rating, di diverse CRAs, potrebbero non venire presi in considerazione); **in generale, un MMF a cui viene affibbiato un rating da una CRA investe in maniera sproporzionata (98% del NAV) in strumenti di emittenti che hanno ricevuto un rating dalla stessa CRA**, rispetto ad altri MMFs non valutati (65% del NAV). Data l'importanza delle CRAs e dei loro ratings, qualsiasi obiettivo di una riforma normativa potrebbe essere influenzato dal modo in cui le CRAs emettono ratings nei confronti dei MMFs.

Q1. (i) Siete d'accordo sulle valutazioni fatte in merito alle difficoltà affrontate dai MMFs durante la crisi dovuta al Covid-19 di marzo? Siete d'accordo sull'identificazione fatta delle vulnerabilità? (ii) Quali sono le vostre opinioni in particolare sull'uso dei ratings MMF da parte degli investitori? Siete dell'idea che l'uso di tali ratings abbia influenzato il comportamento degli investitori durante la crisi?

Anasf: (i) Siamo d'accordo con l'analisi di Esmā. Ogni possibile intervento sulla liquidità dei fondi deve essere indicato nel KID, per consentire agli investitori di poter conoscere le caratteristiche e i rischi di questi strumenti.

Condividiamo che possa essere aumentata la flessibilità dei fondi: se ad esempio è prevista una concentrazione su poche azioni, questa può essere accettata, a patto che ciò sia chiaro agli investitori. Vanno multati i fondi che vanno al di sotto dei parametri di liquidità, vanno tenuti sotto osservazione i fondi che non sono fondi monetari ma li "imitano", e vanno messi dei vincoli alla diversificazione dei fondi, il tutto a tutela dell'investitore.

Servono inoltre dei campanelli d'allarme collegati ai rendimenti: se ci sono anomalie in questo senso (es. il mercato rende l'1% e i monetari rendono il 6%) è opportuno che le autorità di vigilanza controllino efficacemente.

(ii) Innanzitutto, il rating non deve riguardare quei fondi che non sono propriamente monetari. Andrebbe implementato un controllo maggiore anche sui gestori, i cui comportamenti illeciti andrebbero adeguatamente sanzionati, finanche impedendo loro di continuare a svolgere l'attività di gestione.

Serve una garanzia di pluralità effettiva di certificazione; in alternativa i rating vanno regolamentati in maniera diversa. Si riprenda a questo proposito il Sarbanes-Oxley Act del 2002, che aveva lo scopo di rispondere a degli interrogativi simili con una separazione netta tra gli attori. Oltre a prevedere l'obbligo della molteplicità dei rating, bisognerebbe anche predisporre una tabella di equivalenza dei rating emessi dalle CRAs.

Rileviamo che alcuni emittenti hanno abolito la produzione di strumenti monetari in virtù degli eccessivi vincoli ed oneri non abbattibili con le commissioni applicabili. L'unica soluzione è inevitabilmente una diminuzione della tutela, considerando che per gli emittenti la stessa costituisce un costo che supera il beneficio.

Potenziali aree di riforma del Regolamento sui MMFs

Nel selezionare potenziali aree di riforma del quadro normativo dei MMFs, così come le corrispondenti opzioni di policy per modificare il Regolamento sui MMFs, è necessario porre in maniera chiara i criteri che dovrebbero venire usati per scegliere queste opzioni. A questo proposito ESMA utilizzerà una griglia di criteri (domande) a cui gli stakeholders dovranno guardare nel rispondere alle domande seguenti di questa sezione sulla loro valutazione delle opzioni di policy potenziali con cui si mira a modificare il Regolamento:

- I. Impatto sulla resilienza dei MMFs
- II. Effetti sul comportamento dell'investitore
- III. Effetti sui gestori dei fondi
- IV. Impatti più ampi sulla stabilità e sul funzionamento dei mercati per il finanziamento a breve

Opzioni di policy che modificano il Regolamento sui MMFs:

Le proposte di modifica del Regolamento sui MMFs su cui ESAM suggerisce di concentrarsi a questo punto includono:

- **Riforme che riguardano il lato delle passività dei MMFs:**
 - (i) Separare le soglie normative dalle barriere e dalle sospensioni
 - (ii) Chiedere ai MMFs di usare lo “swing pricing”¹ e/o oneri anti-diluizione/commissioni per il rimborso
- **Riforme che riguardano il lato delle attività degli MMFs:**
 - (iii) Incremento delle riserve di liquidità, revisione della loro calibrazione e/o la possibilità di renderli utilizzabili/controciclici.
- **Riforme che interessano sia il lato delle attività che quello delle passività dei MMFs:**
 - (iv) Eliminazione dei MMFs a NAV stabile, o conversione dei fondi LVNAV e CNAV di debito pubblico in VNAV di debito pubblico, o ancora conversione dei soli fondi LVNAV in VNAV.
- **Riforme esterne ai MMFs:**
 - (v) Valutare se il ruolo del supporto dello sponsor dovrebbe essere modificato (ad es. modificare l'attuale obbligo ex art. 35 del Regolamento MMFs secondo il quale il supporto da parte dello sponsor è proibito).
- In più, l'ESMA mira a raccogliere il feedback dei partecipanti al mercato su altre proposte che stanno venendo considerate:
 - (i) Modificare/specificare le norme sui rating degli MMFs;
 - (ii) Comunicare informazioni sulle principali categorie di investitori negli strumenti di mercato monetario (MMIs) ai regolatori (ad es. informazioni dettagliate sulle passività);
 - (iii) Rafforzare il ruolo dello stress test dei MMFs (incluso una prospettiva di sistema);

¹ Il NAV per azione è sottoposto a una rettifica “swing” al rialzo o ribasso di un determinato numero di punti base al prezzo di acquisto o di vendita nozionale, per garantire così che i costi di negoziazione (sostenuti per

- (iv) armonizzare ulteriormente e rafforzare il quadro normativo internazionale riguardante i MMFs;
- (v) Creare un dispositivo di scambio di liquidità (Liquidity Exchange Facility, o LEF), fondato dai MMFs o dai gestori e, a seconda dei requisiti dell'art. 35 già citato, da terze parti, su base continuativa, che faccia da fonte centralizzata di liquidità e/o di credito durante periodi di stress: potrebbe servire per ridurre la pressione sui MMFs senza liquidità, diminuire i benefici del vantaggio da first-mover per gli investitori e evitare la spirale di richieste di rimborsi e vendite a ribasso delle attività;
- (vi) Chiarire meglio l'ambito del Regolamento sui MMFs.

Q2. (i) Siete d'accordo sulla valutazione appena fatta a riguardo delle potenziali riforme sui MMFs collegate alla revisione del Regolamento? (ii) Quali sono le vostre opinioni sulla valutazione appena esposta riguardante l'interazione tra le potenziali riforme e il comportamento degli investitori durante la crisi pandemica di marzo 2020?

Anasf: Siamo d'accordo, anche se crediamo che prevedere un ampliamento delle riserve contrasti con l'obiettivo della consultazione. Inoltre riteniamo un'incongruenza creare una copertura teorica e prevedere contemporaneamente lo swing pricing.

Ricordiamo che il comportamento degli investitori è diretta conseguenza di quanto detto loro dai consulenti finanziari: se si migliora la trasparenza sui fondi monetari attraverso le riforme, il cliente comprende i possibili risultati negativi del fondo.

Riforme che interessano le passività dei MMFs:

(i) *Separare le soglie normative dalle barriere all'uscita e dalle sospensioni:* potrebbero venire considerate due opzioni: rimozione del legame tra liquidità e commissioni sul rimborso/barriere al rimborso; riforma delle condizioni per imporre barriere ai rimborsi. In UE, nel caso dei LVNAV e CNAV, l'art. 34 comma 1 del Regolamento ci dice che il gestore del MMF deve decidere di applicare certe misure, incluse le commissioni di liquidità (lettera a) punto i)) o le barriere (lettera a) punto ii)) se il rapporto di WLAs scende sotto il 30% e i rimborsi netti giornalieri di un singolo giorno lavorativo eccedono il 10% delle attività totali. Nel contesto della revisione del Regolamento, un modo di affrontare il problema sarebbe quello di semplicemente rimuovere l'art. 34 comma 1 punti a) i) e a) ii).

Q3. Siete d'accordo con la valutazione appena fatta su (i) il potenziale bisogno di separare le soglie normative dalle barriere e dalle sospensioni e le corrispondenti proposte di modifica del Regolamento; (ii) le potenziali riforme sulle condizioni per l'uso delle barriere al rimborso? Nel rispondere alla domanda, prendete in considerazione anche i criteri elencati precedentemente.

l'entrata/uscita degli investitori nel fondo) siano a carico dell'investitore che sottoscrive o riscatta le azioni anziché degli azionisti esistenti del fondo.

Anasf: Non siamo d'accordo sulla proposta. Riteniamo che l'articolo in oggetto debba prevedere che né le commissioni né le barriere possano venire applicate in condizioni normali. Solo qualora la valorizzazione del fondo scendesse troppo durante un momento di stress finanziario potrebbe essere prevista una barriera al rimborso.

(ii) *Chiedere ai MMFs di usare lo "swing pricing" e/o oneri anti-diluizione/commissioni per il rimborso:* l'uso di questi meccanismi permetterebbe il trasferimento dei costi connessi alla vendita delle attività del fondo agli investitori uscenti; il costo non verrebbe così sostenuto dagli investitori che rimangono nel fondo. Aiuterebbero, in sostanza, a ridurre le richieste di rimborso in condizioni di stress del mercato, dato che i prezzi di rimborso verrebbero corretti per i costi associati alla liquidità connessi alle transazioni per l'entrata/uscita degli investitori. Alcuni vantaggi: potrebbero meglio riflettere i costi in periodi di illiquidità; potrebbero rivelarsi efficaci nel ridurre il vantaggio del first mover; potrebbero essere soluzioni preferibili alla sospensione totale, durante periodi di stress, mantenendo la possibilità di accesso. Gli svantaggi: se fossero opzionali, alcuni MMFs deciderebbero di non utilizzarli; data la mancanza di trasparenza relativa ai mercati monetari privati (CPs e CDs) potrebbe essere sfidante valutare i prezzi di mercato di tali strumenti: uno swing pricing trasparente e efficace dovrebbe essere accompagnato con delle informazioni sul mercato dei CPs e dei CDs; lo swing pricing potrebbe venire associato ad una mancanza di trasparenza e ad un incremento dei costi per gli investitori durante condizioni di stress di mercato: si potrebbe lecitamente pensare che tale meccanismo vada attentamente controllato dai regolatori. Va anche considerato se sia meglio uno swing pricing "continuo" o attivabile (dal gestore, in maniera automatica, o da una terza parte esterna al fondo come una autorità di vigilanza). Infine, per quanto riguarda i MMFs che usano la valutazione dei costi ammortizzati, uno swing pricing sistematico non potrebbe essere appropriato, e potrebbero essergli preferite (a ragione) altre misure come commissioni di liquidità o oneri anti-diluizione.

Q4. (i) Siete d'accordo con la valutazione appena fatta sul potenziale bisogno di richiedere ai MMFs di usare lo "swing pricing" e/o oneri anti-diluizione/commissioni per il rimborso? (ii) Se siete dell'idea che lo swing pricing non possa essere una via percorribile per alcuni tipi di MMFs, quali strumenti suggerireste come alternative? Nel rispondere alla domanda, prendete in considerazione anche i criteri elencati precedentemente.

Anasf: Dato che i tempi di rimborso sono molto stretti, è difficile applicare il meccanismo di swing pricing. Il tasso overnight tra il giorno di richiesta e di esecuzione del rimborso, valutato il giorno dopo, potrebbe essere un valido parametro tecnico di confronto.

In generale la soluzione proposta è tecnicamente perfetta, ma l'investitore - conoscendo il funzionamento di questo tipo di meccanismo - potrebbe non investire più in questi fondi, lasciando i risparmi sul conto corrente. Questi fondi non vanno quindi "appesantiti" da oneri aggiuntivi, perché possono essere utili per mobilitare i risparmi congelati nei conti correnti degli europei.

Anasf: Si potrebbe pensare, eventualmente, di applicare delle commissioni allo switching di fondi.

Riforme che riguardano il lato delle attività degli MMFs:

(iii) *Incremento delle riserve di liquidità, revisione della loro calibrazione e/o la possibilità di renderli utilizzabili/controciclici:* ai sensi dell'attuale Regolamento i fondi sono tenuti a mantenere un certo livello di liquidità nel portafoglio, definito come percentuale di attività liquide giornaliere e settimanali sulle attività totali; essi sono incentivati, per vari motivi, a detenere le WLAs sopra la soglia minima per legge, anche nel caso in cui si preveda una ondata di richieste di rimborso. Lo scopo delle riserve di liquidità e del loro minimo è quello di venire usate durante un limitato periodo di tempo (per i VNAV) o per attivare l'uso degli strumenti di gestione della liquidità (per CNAV e LVNAV): ciò è stato visto essere pro-ciclico in periodi di forte stress, ma per risolvere questo problema si potrebbe rivedere composizione e calibrazione di queste riserve. In questo caso (opzione 1) i requisiti minimi delle WLAs potrebbero automaticamente diminuire in certe circostanze (ad es. con una grossa mole di rimborsi da liquidare), e di conseguenza diminuirebbero anche altre soglie ad essa collegate; si potrebbe in alternativa (opzione 2) definire la soglia di WLAs la più grande tra il rapporto delle WLAs corrente e una riserva contro-ciclica calibrata dal regolatore, basata su stress-test svolti dai gestori, non disponibile al pubblico, che potrebbe venire allentata dal supervisore durante periodi di stress di mercato o dal gestore nell'interesse degli investitori o per scopi di stabilità finanziaria. Una eventuale opzione 3 sarebbe quella di differenziare il livello delle riserve di liquidità a seconda dell'esposizione strutturale dei fondi al rischio di finanziamento: i fondi con una più larga quota di investitori istituzionali volatili dovrebbero dunque detenere riserve maggiori. Queste proposte implicherebbero la modifica degli artt. 24, 25 e 34 comma 1.

Q5. (i) Siete d'accordo con la valutazione appena fatta sul potenziale bisogno di incrementare le riserve di liquidità, renderle utilizzabili/controcicliche, e dunque sulla corrispondente potenziale proposta di modifica del Regolamento? (ii) Per quanto riguarda la prima opzione, vengono cercate opinioni in particolare sulle soglie collegate al rapporto di WLAs che dovrebbero venire corrette in automatico. Nel rispondere alla domanda, prendete in considerazione anche i criteri elencati precedentemente.

Anasf: Ad oggi la riserva di liquidità rappresenta un costo esposto, trasparente, non temporaneo o ipotetico. Si dovrebbe poter diminuire le riserve nel momento in cui non ce n'è bisogno, ed aumentarle quando ce n'è. Non c'è una soluzione definitiva ma, dovendo scegliere, optiamo per l'opzione 2; raccogliendo una casistica storica si bilanciano le percentuali di incremento della riserva.

Riforme che interessano sia il lato delle attività che quello delle passività dei MMFs:

(iv) *Eliminazione dei fondi CNAV (o LVNAV):* questa proposta prevede che tutti i MMFs abbiano un NAV variabile indipendentemente dalla base degli investitori o dalle attività in loro possesso,

eliminando in questo modo quelle “non-linearità” che i meccanismi CNAV e LVNAV presentano come il già citato “effetto scogliera”, il fatto che sono intrinsecamente tendenti ad assegnare vantaggi ai first movers così come a produrre altri effetti amplificativi. Questa modifica permette anche al valore del NAV di muoversi seguendo i prezzi delle componenti del portafoglio del fondo, riflettendo in questo modo le condizioni di mercato, rendendo i rischi di portafoglio e gli obiettivi del fondo maggiormente chiari agli investitori e alle autorità di vigilanza. Dato che durante la redazione del Regolamento sui MMFs si è scelto di mantenere i CNAV e i LVNAV in virtù del fatto che i costi del loro smantellamento sarebbero stati significativi, ci si chiede ora, alla luce degli eventi di mercato accaduti durante la crisi scoppiata a marzo dello scorso anno (e le difficoltà incontrate non solo dai fondi a NAV stabile, ma anche dai fondi VNAV) se vadano ora dismessi questi due modelli. Ci sarebbe anche la possibilità di far diventare solamente i fondi LVNAV in VNAV, cosa che comporterebbe alcuni vantaggi (rimozione della soglia limite che potrebbe aver contribuito al comportamento tenuto dagli investitori a marzo; i fondi VNAV potrebbero essere maggiormente reattivi a modifiche nel valore/costo della liquidità; nell’UE i fondi VNAV non hanno soglie per la sospensione - ad eccezione di quella del 15% per il rapporto delle WLAs – come invece hanno i fondi LVNAV) così come alcuni svantaggi (problemi legati al downgrading nei ratings dei MMFs e agli impatti sui bilanci dovuti a questioni contabili; trasferimenti di capitali dal mercato monetario verso quello bancario o altri veicoli meno regolamentati).

Q6. Quali sono le vostre opinioni in merito al potenziale bisogno di eliminare i modelli di fondi CNAV e LVNAV, alla luce dei recenti sviluppi del mercato, e la corrispondente proposta potenziale di modifica del Regolamento sui MMFs? Nel rispondere alla domanda, prendete in considerazione anche i criteri elencati precedentemente.

Anasf: Siamo d’accordo, dato che i due strumenti sono attualmente anacronistici: di fatto un LVNAV² è un VNAV³. L’importante è dare flessibilità in modo tale che i gestori possano operare, ma mettendo dei paletti. Occorre ad esempio mantenere un controllo efficace delle autorità di vigilanza ed evitare la sovrapposizione di portafoglio.

Riforme esterne ai MMFs:

(v) *Valutare se il ruolo del supporto dello sponsor dovrebbe essere modificato (ad es. modificare l’attuale obbligo ex art. 35 del Regolamento MMFs secondo il quale il supporto da parte dello sponsor è proibito):* date le circostanze eccezionali occorse a marzo 2020, l’ESMA ha pubblicato una dichiarazione sull’applicazione dell’art. 35 in cui affermava come le provviste di liquidità fornite dalle banche centrali abbiano beneficiato indirettamente i MMFs attraverso l’intermediazione degli istituti di credito, che hanno acquistato attività a breve in possesso dei MMFs. Questa dichiarazione specifica le condizioni in cui tale intermediazione non costituisce supporto esterno ai sensi dell’art. 35, ma non può comunque emendare l’articolo in quanto

² MMFs con NAV a bassa volatilità

³ MMFs con NAV variabile

atto regolatorio di 3° livello; va considerata l'idea di modificare l'art. 35 per introdurre delle chiarificazioni, tra cui ulteriori requisiti per identificare le circostanze generali secondo le quali il supporto esterno vada vietato e quelle in cui le transazioni con parti correlate possano essere ritenute ammissibili. Un'altra opzione potrebbe essere quella di allentare o modificare il divieto attuale, anche se durante periodi di stress di mercato tale divieto potrebbe limitare il numero di strumenti disponibili per contrastarlo: si potrebbe definire un quadro *ex ante* che permetta certi tipi di supporto in virtù di determinate circostanze, e che parallelamente cerchi di ridurre i rischi che potrebbero venire generati dal supporto dello sponsor. I rischi di un supporto esplicito favorirebbero i fondi sponsorizzati da banche, porterebbero i fondi ad essere consolidato nei bilanci degli sponsor e potrebbe aumentare la concentrazione sul mercato.

Q7. Quali sono le vostre opinioni sulla portata della modifica che dovrebbe interessare, secondo voi, l'art. 35 del Regolamento? Nel rispondere alla domanda, prendete in considerazione anche i criteri elencati precedentemente.

Anasf: La prima opzione, sulla necessità di chiarificazione, è ragionevole. Il rischio è rendere sempre più forte e "bancocentrica" la gestione in quest'area, rendendo il mercato oligopolistico: vanno dati limiti agli sponsor su cosa possono fare o non fare, lasciando però ai fondi lo spazio di manovra necessario per poter agire in maniera efficiente.

Sta dunque ai regolatori stabilire come definire un quadro *ex ante* che permetta certi tipi di supporto in virtù di determinate circostanze, e che parallelamente cerchi di ridurre i rischi che potrebbero venire generati dal supporto dello sponsor, sulla base di valutazioni di contesto; va stabilito come vada definita la soglia oltre la quale venga concessa la libertà di scambio: tale soglia (misurata in base ai riscontri a disposizione delle autorità) va a completare la norma, rendendola più flessibile nei periodi critici.

Altre riforme potenziali:

(i) *Modificare/specificare le norme sui rating degli MMFs e sul ruolo delle CRAs:* nel decidere di imporre l'uso di certi strumenti di gestione di liquidità, o semplicemente permettere l'uso di simili strumenti in determinate circostanze, dovrebbero venire valutate le conseguenze di questi requisiti sui ratings dei MMFs forniti dalle CRAs, per evitare conseguenze inattese dall'uso di tali strumenti. In alternativa, potrebbe venire considerata la possibilità di chiarire le regole che potrebbero venire applicate seguendo le metodologie delle CRAs per fornire i ratings ai fondi, e in che modo e grado queste metodologie dovrebbero escludere il legame diretto e automatico tra l'uso di strumenti per la gestione della liquidità e un certo livello di rating MMF. Andrebbe anche modificato l'art. 26 del Regolamento sui MMFs, correggendo il titolo ("MMF Credit Ratings", che porta a credere che i ratings MMF siano ratings di credito) e riportando i ratings MMF nell'ambito del quadro normativo sui ratings di credito, così che tali ratings siano soggetti comunque a degli standard minimi.

Q8. (i) Siete d'accordo con la valutazione appena fatta sul potenziale bisogno di valutare il ruolo dei ratings MMF alla luce delle difficoltà affrontate dai MMFs durante la crisi di marzo, e di introdurre dei requisiti normativi per tali ratings? (ii) Secondo voi, in base alla vostra esperienza, tenendo a mente che le norme che si applicano attualmente ai MMFs sono già molto stringenti, quali sono i benefici dei ratings MMF dal punto di vista degli investitori? Nel rispondere alla domanda, prendete in considerazione anche i criteri elencati precedentemente.

Anasf: La modifica del nome e il trasferimento del perimetro di applicazione del quadro sui rating di credito è ragionevole.

I rating dei fondi monetari sono fuorvianti e hanno finora creato confusione. Riteniamo che debbano essere separati i soggetti che attribuiscono i rating ai fondi, dai soggetti che attribuiscono i rating di credito agli strumenti sottostanti. Il beneficio per gli investitori è una maggiore trasparenza. Oltre all'inclusione di uno stress test nel KID, un rating rivisto dovrebbe includere prevedibilmente informazioni sulla liquidità del fondo (e dunque sul rischio per l'investitore). Vanno anche introdotti dei pesi per i rating dei singoli titoli del fondo, non solo di carattere geografico, per evitare la concentrazione in pochi titoli.

(iii) Rafforzare il ruolo dello stress test dei MMFs (pensando anche ad una prospettiva di sistema): gli art. 28 e 37 del Regolamento, oltre alle linee guida ESMA sugli stress tests, che sono aggiornate (così come il comma 7 dell'art. 28) ogni anno, specificano il tipo di tests che i gestori devono eseguire e quali parametri di rischio debbano usare, la frequenza degli stress tests, il tipo di rendicontazione dei risultati alle NCAs e a ESMA, le misure correttive che eventualmente i gestori devono porre in essere. I MMFs, nonostante possano da soli resistere a scenari avversi, potrebbero incontrare grosse difficoltà nel caso in cui venissero colpiti simultaneamente da un enorme shock (come osservato a marzo 2020), in quanto i MMFs non possono coordinarsi fra loro per affrontarlo sul momento (tutto ciò causa, come già detto, sovrapposizione di portafoglio, una grossa presenza sui mercati interessati e una bassa liquidità). Per rafforzare il meccanismo di coordinamento tra NCAs e ESMA che permetterebbe di affrontare questo tipo di problemi sistemici, si è pensato a due opzioni: specificare che l'ESMA riceva insieme alla NCA e direttamente dal gestore il rendiconto di cui si fa menzione all'art. 28 comma 5 (così da permettere a ESMA e NCA di coordinarsi in maniera efficace e in tempo reale); specificare ulteriormente le misure correttive che i gestori devono prendere o il processo di adozione di tali misure, e il ruolo dei supervisori in tale processo.

Q9. Siete d'accordo con la valutazione fatta sul potenziale bisogno di correggere i requisiti riguardanti gli stress test inclusi nell'art. 28 del Regolamento? Nel rispondere alla domanda, prendete in considerazione anche i criteri elencati precedentemente.

Anasf: Non siamo d'accordo, sono attività che rappresentano solo costi aggiuntivi: è importante tenere una condizione di equilibrio economico. La prima opzione è l'unica attualmente attuabile.

Inoltre, segnaliamo che i risultati degli stress test devono venire pubblicati (in maniera semplificata) sul KID, così che gli investitori possano prenderne visione.

(iv) *Armonizzare ulteriormente e rafforzare il quadro normativo internazionale riguardante i MMFs*: per quanto riguarda il quadro relativo alla rendicontazione dei gestori di MMFs a NCAs e ESMA (art. 37 e Regolamento di Esecuzione della Commissione 2018/708), alla luce di quanto sperimentato a marzo 2020 non è più sufficiente: le autorità avrebbero bisogno di monitorare su base continuativa il livello di denaro nei fondi, così come il tipo e le caratteristiche degli strumenti detenuti in portafoglio e il loro grado di sostituibilità con il denaro (il rendiconto corrente è fornito su base trimestrale da MMFs con AuM sopra i 100 milioni di €, e su base annuale dai fondi con AuM sotto tale soglia); i dati relativi alle passività (sottoscrizioni, rimborsi, ecc.) andrebbero forniti mensilmente per permettere alle autorità di monitorare efficientemente i rischi sistemici, le potenziali interconnessioni e l'accesso degli investitori al finanziamento a breve. L'ideale sarebbe una rendicontazione su base mensile per i fondi/gestori più grandi (in termini di AuM) e su base trimestrale per quelli più piccoli; va valutato se questa maggiore frequenza nella rendicontazione vada richiesta solo durante le crisi o più in generale durante la vita del fondo, e se serva differenziare tra VNAV e CNAV/LVNAV: una rendicontazione più frequente potrebbe venire richiesta in condizioni di tensione sui mercati con solo alcuni degli indicatori, contenuti nel reporting già previsto ai sensi del Regolamento, per il monitoraggio della crisi.

Q10. Siete d'accordo con la valutazione appena fatta sul potenziale bisogno di rivedere i requisiti di rendicontazione ai sensi del Regolamento sui MMFs? Nel rispondere alla domanda, prendete in considerazione anche i criteri elencati precedentemente.

Anasf: Sono tutti costi aggiuntivi, non siamo d'accordo. La rendicontazione trimestrale per i fondi di grandi dimensioni va già bene. Riteniamo che debbano essere eventualmente le Autorità a regolare l'esame dei dati adeguandosi agli standard di mercato, in modo da ricevere il NAV quotidiano e monitorare costantemente i flussi ed evitando così di imporre oneri ulteriori ai fondi.

(ii) *Comunicare informazioni sulle principali categorie di investitori negli strumenti di mercato monetario (MMIs) ai regolatori (ad es. informazioni dettagliate sulle passività)*: comunicare le informazioni sui principali investitori aiuterebbe a comprendere le dinamiche del mercato basate sul comportamento delle principali categorie di investitori, così come le potenziali interconnessioni. Questo tipo di comunicazione potrebbe fornire informazioni importanti alle autorità, che potrebbero così essere meglio preparate ad anticipare i potenziali effetti di spillover nel caso in cui capitasse una crisi, e ai legislatori; inoltre diventa un prerequisito indispensabile nel momento in cui si vogliono differenziare le riserve di liquidità richieste ai fondi in base alla loro esposizione strutturale al rischio di finanziamento: servirebbe una comunicazione periodica, ancor più frequente in periodi di stress di mercato. Dato che l'art. 37

del Regolamento già impone ai managers di pubblicare (su base trimestrale o annuale) certe informazioni su passività e attività dei fondi, potrebbe esistere il bisogno di modificare i requisiti di tale articolo, ma potrebbe in alternativa essere prevista - in aggiunta ai requisiti già presenti - una informativa addizionale sui MMIs e i loro investitori.

Q11. Siete d'accordo con la valutazione appena fatta sul potenziale bisogno di includere requisiti aggiuntivi nel Regolamento sui MMFs e/o potenzialmente in altre parti della legislazione europea sull'informativa da inviare alle autorità relativa agli MMIs e alle principali categorie di investitori? Nel rispondere alla domanda, prendete in considerazione anche i criteri elencati precedentemente.

Anasf: Le informazioni sui flussi derivanti da clienti istituzionali e retail sono già raccolte dagli intermediari: vanno perciò condivise con le autorità. Ulteriori studi più approfonditi su di esse comportano però oneri e costi aggiuntivi e sono quindi difficilmente praticabili.

Si potrebbe pensare ad istituire una sorta di centrale rischi per i fondi monetari, che segnali eventuali situazioni di allarme (ad es. in merito alla diversificazione del portafoglio dei fondi).

(v) *Creare un dispositivo di scambio di liquidità (Liquidity Exchange Facility, o LEF), fondato dai MMFs o dai gestori:* questo LEF, assoggettato alla vigilanza europea e con una struttura scelta tra varie opzioni (entità bancaria, meccanismo di stabilizzazione della liquidità, ecc.) potrebbe servire come fonte centralizzata di liquidità e/o di credito durante periodi di stress. Ciò comporterebbe la creazione di un dispositivo con cui i MMFs potrebbero porre in essere operazioni durante una crisi, e che potrebbe ridurre le pressioni dovute a esigenze di liquidità e i benefici per i "first movers" (prevenendo la corsa ai rimborsi e le conseguenti vendite a catena). In particolare tale meccanismo servirebbe, durante periodi di turbolenza di mercato, a stabilizzare i prezzi e gli scambi dei MMIs, ad aiutare i fondi, a permettere il funzionamento del mercato acquistando certi tipi di attività. A seconda della struttura di supporto, il timing, la frequenza e i metodi del supporto fornito differiscono; comunque, l'impatto sarebbe maggiormente beneficio durante i periodi di stress di mercato.

Q12. (i) Siete d'accordo con la valutazione appena fatta sulla potenziale creazione di un LEF?

Anasf: Si siamo d'accordo. Un fondo riserva, che va attivato durante una crisi, può essere utile. Anche questo meccanismo va portato a conoscenza degli investitori attraverso l'indicazione sul KID.

Secondo voi, quale entità dovrebbe vigilarlo? Nel rispondere alla domanda, prendete in considerazione anche i criteri elencati precedentemente. (ii) Alcune domande aperte sulla creazione del LEF, sulle quali ESMA accoglie favorevolmente i feedback degli stakeholders:

- **Quale dovrebbe essere la dimensione appropriata di un tale veicolo?** **Anasf:** Un valore percentuale rispetto alle masse gestite.
- **In termini di finanziamento, quanto dovrebbe pagare un fondo ogni anno per parteciparvi? Quanto dovrebbe essere fornito da altre fonti?** **Anasf:** Dipende da

quanto il mercato monetario incide. Se incide in maniera significativa la percentuale dev'essere più alta, ma tale da non inficiare il rendimento.

- **Quanto ci vorrebbe per crearlo?**
- **A quali condizioni andrebbe attivato il LEF?**
- **Chi dovrebbe avere la responsabilità di attivarlo? Anasf: Dovrebbe essere l'ESMA ad attivarlo, in caso di crisi e a vigilare su di esso.**

(vi) *Chiarire meglio l'ambito del Regolamento sui MMFs*: è stato affermato come nel caso in cui alcuni fondi hanno investito in attività a breve, la valutazione dei criteri sanciti nell'art. 1⁴ non è ovvia e che un approccio uniforme in tutta l'Unione per questi casi è necessario, dato che gli MMFs sono commercializzati oltrefrontiera. È stato anche affermato che l'applicazione dell'art. 6⁵ potrebbe anche essere complicata e che dev'essere attuato un approccio uniforme in tutta l'Unione. L'ESMA ritiene quindi che ulteriori chiarimenti potrebbero venir dati in relazione agli artt. 1 e 6 appena richiamati, dato che nel caso di qualsiasi altra futura e possibile crisi sistemica, dovrebbe essere chiaro quali tipi di fondi sono interessati dai requisiti del Regolamento.

Q13. Siete d'accordo con la valutazione appena fatta sulla potenziale riforma proposta? Nel rispondere alla domanda, prendete in considerazione anche i criteri elencati precedentemente.

Anasf: Sì, va bene. Tutto ciò che viene standardizzato a livello europeo è condivisibile, per garantire maggiore armonizzazione.

⁴ **Oggetto e ambito di applicazione**

1. Il presente regolamento disciplina i fondi comuni monetari (FCM) stabiliti, gestiti o commercializzati nell'Unione, relativamente agli strumenti finanziari nei quali sono autorizzati a investire, al portafoglio dell'FCM, alla valutazione delle attività dell'FCM, nonché agli obblighi di segnalazione riguardanti gli FCM.

Il presente regolamento si applica agli organismi d'investimento collettivo che:

- a) devono essere autorizzati come OICVM o sono autorizzati come OICVM a norma della direttiva 2009/65/CE o come FIA a norma della direttiva 2011/61/UE;
- b) investono in attività a breve termine; e
- c) sono finalizzati all'obiettivo di offrire rendimenti in linea con i tassi del mercato monetario o di mantenere il valore dell'investimento ovvero ad entrambi gli obiettivi.

2. Gli Stati membri non impongono obblighi aggiuntivi nella materia disciplinata dal presente regolamento.

⁵ **Uso della denominazione di FCM**

1. L'OICVM o il FIA usa la denominazione «fondo comune monetario» o «FCM» riferendosi a se stesso oppure alle azioni o quote che emette soltanto se è stato autorizzato a norma del presente regolamento.

L'OICVM o il FIA non deve usare una denominazione fuorviante o inesatta che evochi un fondo comune monetario, a meno che non sia stato autorizzato come FCM a norma del presente regolamento.

L'OICVM o il FIA non presenta caratteristiche sostanzialmente simili a quelle indicate all'articolo 1, paragrafo 1, a meno che non sia stato autorizzato come FCM a norma del presente regolamento.

2. Per uso della denominazione «fondo comune monetario» o «FCM» ovvero di un'altra denominazione che suggerisce che l'OICVM o il FIA è un FCM s'intende l'uso in qualsiasi documento esterno, prospetto, relazione, dichiarazione, messaggio promozionale, comunicazione, lettera o altro materiale divulgato, o destinato ad essere divulgato, a potenziali investitori, detentori di quote, azionisti o autorità competenti, siano essi in forma scritta, orale, elettronica o di altro tipo.