



Senato della Repubblica
6ª Commissione (Finanze e Tesoro)

Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio
sui fondi comuni monetari COM(2013) 615

Audizione del Direttore generale di Assogestioni
Fabio Galli
Roma, 17 ottobre 2013



6^a Commissione (Finanze e Tesoro)
Senato della Repubblica
Audizione del Direttore generale di Assogestioni
Fabio Galli
Roma, 17 ottobre 2013

SOMMARIO: Premessa. – 1. Ambito di applicazione. – 2. Investimento in fondi comuni monetari e indebitamento. – 3. Operazioni di acquisto con patto di rivendita (*reverse repo*). – 4. Investimento in cartolarizzazioni. – 5. Investimento in titoli di stato o di altre autorità. – 6. La procedura di valutazione interna del rischio di credito. – 7. Detenzione di quantitativi minimi di attività con scadenza giornaliera/settimanale. – 8. La *'know your customer' policy*. – 9. *Stress testing*. – 10. Disposizioni finali. – Conclusioni.

Desidero in primo luogo ringraziare il Presidente, Senatore Mauro Maria Marino, e i componenti della Commissione per l'opportunità offerta ad Assogestioni di rappresentare il proprio punto di vista in ordine alla proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sui fondi comuni monetari sottoposta a parere motivato di sussidiarietà.

La nostra Associazione rappresenta i principali operatori italiani ed esteri attivi in Italia nella gestione di fondi comuni di investimento, fondi immobiliari, fondi monetari, fondi pensione e gestioni di portafoglio per clienti al dettaglio e istituzionali. Le società di gestione del risparmio hanno in affidamento alla fine di agosto 2013 un patrimonio complessivo pari a 1.270 miliardi di euro. Nel nostro Paese il mercato dei fondi monetari conta la presenza di più di 150 prodotti per un patrimonio complessivo di circa 30 miliardi di euro e svolge un ruolo fondamentale nel finanziamento delle tesorerie di stati, banche e imprese.

Come sapete, lo scorso settembre, nell'ambito delle iniziative comunitarie in materia di *shadow banking*, la Commissione europea ha presentato una proposta di Regolamento in materia di fondi comuni monetari che rappresenta, in prospettiva, un importante salto di qualità della disciplina sul tema¹.

¹ http://ec.europa.eu/internal_market/investment/money-market-funds/index_en.htm.



Rispetto alle vigenti linee guida del CESR², la proposta si caratterizza per un contenuto notevolmente ampliato e per la scelta dello strumento regolamentare, in grado di assicurare una maggiore uniformità applicativa a livello europeo.

Le novità della proposta risultano particolarmente rilevanti sia per gli effetti sull'operatività dei fondi monetari esistenti sia per le prospettive di sviluppo. E' pertanto fondamentale assicurare che la nuova regolamentazione europea dei fondi comuni monetari risponda a criteri di razionalità, proporzionalità ed efficacia avuto riguardo alla finalità della disciplina, alle prassi di gestione e ai profili di economicità.

A questo fine l'Associazione intende illustrare i punti critici della proposta della Commissione e suggerire alcuni interventi correttivi che potrebbero essere effettuati nell'ambito della procedura legislativa comunitaria attualmente in corso.

Anticipando quanto illustrato nel dettaglio nelle sezioni che seguono, si segnala che tra gli elementi di maggiore criticità della proposta figurano la previsione di un'articolata **procedura interna per la valutazione del rischio di credito**, l'obbligo di dotarsi di una sofisticata *know your customer policy* e quello di svolgere specifiche **prove di stress**. L'estensione e l'analiticità delle disposizioni su queste materie privano le società di gestione dei necessari ambiti di discrezionalità organizzativa e gestionale e potrebbero avere effetti negativi sulla sostenibilità economica dell'offerta di fondi monetari.

Ulteriori elementi di criticità della proposta della Commissione sono rinvenibili nella **disciplina dell'attività di investimento**: le restrizioni sulle caratteristiche delle operazioni di pronti contro termine ammissibili, i limiti all'investimento in veicoli di cartolarizzazione dei crediti verso le imprese, il divieto di investire in fondi e quello di indebitarsi, neppure su base temporanea, costituiscono serie limitazioni alla flessibilità della gestione. Dal punto di vista prudenziale queste disposizioni appaiono eccessivamente restrittive e rischiano di generare inefficienze gestionali che si tradurrebbero in aumenti di costo e in taluni casi, paradossalmente, in una riduzione del grado di liquidità dei fondi monetari.

Alla luce di queste considerazioni esiste il concreto pericolo che, in assenza di opportune modifiche alla proposta della Commissione, nel futuro molte società di

² CESR's Guidelines on a common definition of European money market funds (CESR/10-049). Le linee guida sono state recepite nel nostro ordinamento nel maggio del 2012 dalla Banca d'Italia in occasione dell'aggiornamento del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.



gestione scelgano di escludere i fondi monetari dalla propria gamma d'offerta. Ciò avrebbe il duplice effetto di ridurre i flussi di finanziamento all'economia reale intermediati da strumenti trasparenti e diversificati e di accrescere la concentrazione degli operatori presenti sul mercato, con gli ovvi rischi di natura sistemica.

In un periodo storico in cui, per le note vicende che stanno interessando il settore bancario, l'industria dei fondi è chiamata a svolgere un ruolo di ancora maggiore rilievo nel finanziamento (anche) di breve termine del debito pubblico e delle imprese (ad esempio tramite l'investimento in carta commerciale o in *mini-bond*), il mantenimento di condizioni di economicità e di fattibilità gestionale dei fondi monetari rappresenta un aspetto di fondamentale importanza del quale, si auspica, il legislatore comunitario vorrà tenere conto.

1. Ambito di applicazione (art. 1)

Entrando nel dettaglio, rispetto all'impostazione delle vigenti linee guida del CESR, l'ambito di applicazione della proposta risulta più ampio. Infatti, se le prime si applicano a qualunque fondo "labelling or marketing itself as a money market fund", la seconda si estende a tutti i fondi che "investono in attività a breve termine e che 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", siano essi armonizzati o soggetti alla direttiva AIFM.

L'ampliamento dell'ambito applicativo è la conseguenza di un cambiamento di approccio disciplinare: l'attenzione viene infatti spostata da come il prodotto viene denominato/offerto al pubblico a come esso investe (composizione del portafoglio e tenore dell'obiettivo di investimento).

Tuttavia, a causa dell'ampiezza della definizione proposta dalla Commissione, questa innovazione rischia di far ricadere nell'ambito di applicazione della disciplina dei fondi comuni monetari una serie di fondi a questi estranei per caratteristiche della politica di gestione e modalità di offerta al pubblico.



Sul mercato esistono infatti numerosi fondi che prevedono l'investimento in attività a breve termine³, che hanno come obiettivo quello di “mantenere il valore dell'investimento” e che, ciò nonostante, non si qualificano, né vengono offerti come fondi comuni monetari. Queste caratteristiche sono molto frequenti tra i fondi a basso livello di rischio, come ad esempio i fondi protetti oppure i fondi flessibili con *risk budget* particolarmente contenuto.

Per evitare che fondi comuni *non monetari* ricadano nell'ambito di una disciplina a loro non indirizzata, si suggerisce di intervenire ripristinando l'approccio seguito dal CESR nelle sue linee guida (Proposta 1) oppure, in via subordinata, di modificare il tenore letterale dell'art. 1 in modo da circoscriverne la portata (Proposta 2).

Articolo 1 - Oggetto e ambito di applicazione - Comma 1.

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

Proposta 1

Il presente regolamento si applica agli organismi d'investimento collettivo che devono essere autorizzati come OICVM a norma della direttiva 2009/65/CE o come FIA a norma della direttiva 2011/61/UE, ~~che investono in attività a breve termine e che 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.~~ usano la denominazione “fondo comune monetario” o espressioni analoghe riferendosi a se stessi oppure alle azioni o quote che emettono.

Proposta 2

Il presente regolamento si applica agli organismi d'investimento collettivo che devono essere autorizzati come OICVM a norma della direttiva 2009/65/CE o come FIA a norma della direttiva 2011/61/UE, che investono esclusivamente in attività a breve termine e che sono finalizzati all'obiettivo di offrire rendimenti in linea con i tassi del mercato monetario ~~e~~ e di mantenere il valore dell'investimento ~~ovvero ad entrambi gli obiettivi.~~

³ Cioè, ai sensi dell'art. 2(1), con vita residua non superiore a due anni.



2. Investimento in fondi comuni monetari e indebitamento (artt. 8 e 21)

Con riferimento alle attività ammissibili si propone di consentire ai fondi comuni monetari l'investimento in fondi del medesimo tipo.

Al riguardo si osserva che l'investimento in fondi potrebbe rappresentare un'alternativa più efficiente e meno costosa per assolvere agli obblighi di cui agli artt. 21 e 22 di detenere quantitativi minimi di attività a scadenza giornaliera e settimanale rispetto al frequente rinnovo di posizioni in titoli in scadenza (con il conseguente elevato *turn-over* di portafoglio) e/o di *reverse repo*.

L'investimento in fondi monetari consentirebbe inoltre di assorbire in maniera ordinata e con effetti limitati sul mercato eventuali riscatti straordinari che dovessero interessare uno o più fondi.

Infine la proposta consentirebbe anche ai fondi monetari di adottare la configurazione *master/feeder* e di godere dei relativi vantaggi in termini di costo e di agevolazione della diffusione *cross border*, in analogia con quanto riconosciuto alle altre categorie di fondi.

In analogia con quanto previsto per i fondi armonizzati, ai fondi comuni monetari dovrebbe essere consentito fare ricorso a forme di indebitamento temporaneo. Sotto questo profilo il divieto assoluto di indebitamento appare eccessivamente vincolante e renderebbe difficoltoso garantire una gestione efficiente dei flussi di tesoreria.

Si suggerisce pertanto di consentire l'indebitamento finalizzato a fronteggiare sfasamenti temporanei nella gestione della tesoreria entro il limite del 10% del valore delle attività e di sopprimere la disposizione che vieta di vincolare le attività del fondo in modo da consentire forme di indebitamento garantito (pronti contro termine passivi).

Articolo 8 - Attività ammissibili

1. L'FCM investe soltanto in una o più delle seguenti categorie di attività finanziarie, rigorosamente alle condizioni stabilite dal presente regolamento:

- (a) strumenti del mercato monetario;
- (b) depositi presso enti creditizi;
- (c) strumenti finanziari derivati;



(d) operazioni di acquisto con patto di rivendita;

(e) FCM.

2. L'FCM non svolge nessuna delle attività seguenti:

(a) investimento in attività non menzionate al paragrafo 1;

(b) vendita allo scoperto di strumenti del mercato monetario;

(c) assunzione di esposizione diretta o indiretta in azioni o materie prime, neanche per mezzo di derivati, certificati che le rappresentano, indici basati su di esse o qualsiasi altro mezzo o strumento che determini un'esposizione in esse;

(d) conclusione di accordi di concessione o assunzione di titoli in prestito, ~~realizzazione di operazioni di vendita con patto di riacquisto ovvero conclusione di qualsiasi altro accordo che vincoli le attività dell'FCM;~~

(e) ~~assunzione e~~ concessione di prestiti in contante.

3. L'FCM può assumere prestiti finalizzati a fronteggiare sfasamenti temporanei nella gestione della tesoreria entro il limite del 10% del valore delle attività.

Articolo 21 - Norme in materia di portafoglio degli FCM a breve termine

L'FCM a breve termine rispetta in ogni momento tutti i seguenti obblighi in materia di portafoglio:

[omissis]

(e) l'investimento in FCM è limitato ai soli FCM a breve termine.

3. Operazioni di acquisto con patto di rivendita (*reverse repo*, art. 13)

Le operazioni *reverse repo* (pronti contro termine attivi) rappresentano uno strumento importante a disposizione del gestore di fondi monetari per l'investimento di breve termine e *con garanzia* della liquidità.

La struttura tipica dei contratti di pronti contro termine utilizzati sul mercato italiano non prevede il diritto di porre fine all'operazione in qualsiasi momento e nemmeno quello di imporre l'integrazione delle garanzie. Tale circostanza è da



ricondurre ad una prassi consolidata da tempo sul mercato dei titoli di stato italiano e codificata nelle procedure operative di tutti gli intermediari che vi operano.

Di conseguenza il tenore letterale della disposizione di cui al comma 1, lettere (a) e (b) renderebbe impossibile ai gestori italiani investire la liquidità attraverso pronti contro termine attivi sul mercato italiano.

Alla luce di queste considerazioni, si suggerisce di modificare la norma in modo da consentire di operare *anche in assenza di facoltà di richiamo o di integrazione del collateral* a condizione che la scadenza dell'operazione non sia superiore ai sette giorni. Questa soluzione consentirebbe di bilanciare l'esigenza di assicurare ai fondi monetari l'accesso ad una tecnica di investimento diffusa e ben collaudata con quella di garantirne un elevato livello di liquidità.

Ai sensi del comma 5, lettera (a) le attività emesse da un'autorità centrale di uno Stato membro (ovvero dagli altri emittenti ivi precisati) ricevute nell'ambito di un'operazione di *reverse repo* possono avere una durata residua maggiore rispetto a quella prevista per gli strumenti di mercato monetario ammissibili (2 anni nel caso di *floaters*) purché siano di "elevata qualità creditizia".

A tale proposito si osserva che tale prescrizione è in contrasto con l'approccio seguito nel caso di investimento *diretto* in attività aventi i medesimi emittenti; in questa fattispecie, infatti, non trovano applicazione le disposizioni circa il merito creditizio minimo (art. 9, c.3). Per questo motivo si suggerisce l'allineamento della disposizione in questione.

Articolo 13 - Operazioni di acquisto con patto di rivendita ammissibili

1. L'FCM è autorizzato a effettuare l'operazione di acquisto con patto di rivendita. Qualora l'operazione abbia una durata superiore ai sette giorni essa ~~che~~ soddisfa tutte le condizioni seguenti:

- (a) l'FCM ha diritto di porre fine all'operazione in qualsiasi momento con un preavviso massimo di due giorni lavorativi;
- (b) il valore di mercato delle attività ricevute nel quadro dell'operazione è pari in qualsiasi momento almeno al valore dell'esborso di contante.

[omissis]



5. In deroga al paragrafo 2, nel quadro dell'operazione di acquisto con patto di rivendita l'FCM può ricevere valori mobiliari o strumenti del mercato monetario liquidi diversi da quelli conformi con l'articolo 9 purché tali attività soddisfino una delle condizioni seguenti:

(a) ~~siano di elevata qualità creditizia~~ e siano emesse o garantite da un'autorità centrale o dalla banca centrale di uno Stato membro, dalla Banca centrale europea, dall'Unione, dal Meccanismo europeo di stabilità o dalla Banca europea per gli investimenti;

[omissis]

6. Alla Commissione è conferito il potere di adottare atti delegati conformemente all'articolo 44 per specificare i requisiti quantitativi e qualitativi di liquidità applicabili alle attività di cui al paragrafo 5 ~~nonché i requisiti quantitativi e qualitativi di qualità creditizia applicabili alle attività di cui al paragrafo 5, lettera a).~~

[omissis]

4. Investimento in cartolarizzazioni (art. 14, c.2)

La possibilità riconosciuta ai fondi comuni monetari di investire in cartolarizzazioni di crediti verso le imprese rappresenta un'importante opportunità per lo sviluppo di un canale di finanziamento dell'economia reale complementare a quello bancario.

Il ricorso a operazioni di cartolarizzazione dei crediti rappresenta spesso la soluzione più efficiente in termini organizzativi ed economici per consentire agli investitori istituzionali, tra questi i fondi comuni monetari, di indirizzare le proprie risorse a favore delle piccole e medie imprese.

Per evidenti questioni dimensionali queste molto spesso non sono in grado di emettere carta commerciale e/o obbligazioni in tagli singolarmente comparabili alle dimensioni tipiche del mercato monetario; di conseguenza il *pooling* di una molteplicità di posizioni all'interno di veicoli di cartolarizzazione dalle dimensioni adeguate rappresenta un'opzione particolarmente utile per agevolare il processo di finanziamento del credito.

In questo contesto e considerate le condizioni particolarmente rigorose cui le cartolarizzazioni sono sottoposte (art. 10), l'imposizione di un limite al valore aggregato



di tutte le esposizioni in cartolarizzazioni appare eccessivamente vincolante. Esso risulta inoltre in contraddizione con i numerosi inviti, alcuni dei quali provenienti dalla stessa Commissione, affinché l'industria dei fondi svolga un ruolo di maggiore rilievo nel finanziamento delle imprese.

Articolo 14 - Diversificazione

1. [omissis]

~~2. Il valore aggregato di tutte le esposizioni su cartolarizzazioni non supera il 10% delle attività dell'FCM.~~

[omissis]

5. Investimento in titoli di stato o di altre autorità (art. 14, c.6)

Ai sensi dell'articolo 14, comma 6 l'autorizzazione ad investire fino al 100% delle attività in strumenti del mercato monetario diversi emessi o garantiti da un'autorità centrale di uno Stato membro (ovvero dagli altri emittenti ivi precisati) può essere concessa a condizione, tra l'altro, che il regolamento del fondo riporti "espressamente" gli emittenti considerati e che la medesima precisazione sia riportata nel prospetto e nelle comunicazioni promozionali.

Pur condividendo l'obiettivo che il fondo dia massima trasparenza alla circostanza che intende avvalersi dell'elevazione del limite di concentrazione per una determinata serie di emittenti, sul punto si osserva che la loro dettagliata elencazione nell'ambito del regolamento rappresenta una soluzione eccessivamente rigida. L'aggiunta anche di un solo emittente richiederebbe infatti la modifica del regolamento, con inevitabile perdita di flessibilità gestionale.

Si suggerisce pertanto di limitare al solo prospetto la dettagliata elencazione dei paesi per i quali il fondo intende avvalersi della deroga al limite di concentrazione e di considerare sufficiente l'indicazione delle relative aree geografiche di appartenenza nell'ambito del regolamento (oltre che, per ovvie ragioni di praticità, nelle comunicazioni promozionali).



Articolo 14 - Diversificazione

6. In deroga al paragrafo 1, lettera a), l'autorità competente può autorizzare l'FCM a investire, nel rispetto del principio di ripartizione dei rischi, sino al 100% delle attività in strumenti del mercato monetario diversi emessi o garantiti da un'autorità centrale [omissis].

Il primo comma si applica soltanto se l'FCM soddisfa tutti i requisiti seguenti:
[omissis]

(c) inserisce, nel regolamento o nei documenti costitutivi e nelle comunicazioni promozionali, una dichiarazione in cui segnala il ricorso alla deroga ed indica le aree geografiche di appartenenza degli emittenti cui questa si applica; ~~cita espressamente, nel regolamento o nei documenti costitutivi, l'autorità centrale, regionale o locale o la banca centrale di uno Stato membro, la Banca centrale europea, l'Unione, il Meccanismo europeo di stabilità, la Banca europea per gli investimenti, l'autorità centrale o la banca centrale di un paese terzo oppure l'organismo pubblico internazionale di cui fanno parte uno o più Stati membri che emette o garantisce gli strumenti del mercato monetario nei quali l'FCM intende investire oltre il 5% delle attività;~~

(d) ~~inserisce nel prospetto e nelle comunicazioni promozionali, dandole adeguato risalto, una dichiarazione in cui segnala il ricorso a questa deroga e indica l'autorità centrale, regionale o locale o la banca centrale di uno Stato membro, la Banca centrale europea, l'Unione, il Meccanismo europeo di stabilità, la Banca europea per gli investimenti, l'autorità centrale o la banca centrale di un paese terzo oppure l'organismo pubblico internazionale di cui fanno parte uno o più Stati membri che emette o garantisce gli strumenti del mercato monetario nei quali l'FCM intende investire oltre il 5% delle attività.~~

6. La procedura di valutazione interna del rischio di credito (artt. 9 e 16-20)

Ai sensi dell'art. 9, uno strumento del mercato monetario è ammissibile a condizione che, tra l'altro, al relativo emittente sia stato attribuito "uno dei due gradi più elevati di rating interno a norma degli articoli da 16 a 19". Tuttavia questo criterio "non si applica agli strumenti del mercato monetario emessi o garantiti da un'autorità centrale o dalla banca centrale di uno Stato membro, dalla Banca centrale europea, dall'Unione, dal Meccanismo europeo di stabilità o dalla Banca europea per gli investimenti".



A tale proposito ed in via preliminare, si richiama l'opportunità di precisare se la disciplina in materia di sistema di valutazione del rischio dettata dagli articoli da 16 a 19 trova applicazione o meno (in questo secondo senso l'orientamento dell'Associazione) nel caso in cui un fondo comune monetario limiti il proprio investimento ai titoli sopra richiamati per i quali non sussistono vincoli di *rating*.

A prescindere dalla soluzione di questo importante aspetto interpretativo, l'Associazione intende esprimere la propria contrarietà all'approccio che la Commissione ha adottato nel disciplinare la procedura interna di valutazione del rischio di credito degli strumenti di mercato monetario oggetto di investimento.

Alla luce delle recenti modifiche delle direttive UCITS e AIFM finalizzate a ridurre l'affidamento ai *rating* assegnati dalle agenzie, la richiesta che le società di gestione si dotino di un processo *interno* di gestione del rischio di credito è certamente condivisibile. Tuttavia viene valutata con preoccupazione la traduzione di questo obiettivo in una lunga serie di disposizioni la cui estensione e il cui grado di dettaglio di fatto privano le società di gestione dei necessari ambiti di discrezionalità organizzativa e gestionale.

L'attuazione delle numerose norme dal carattere spiccatamente analitico contenute nella proposta imporrebbe ai gestori di replicare al proprio interno il processo di valutazione che attualmente le agenzie di *rating* svolgono a favore di una molteplicità di operatori e potendo contare, è opportuno ricordarlo, su risorse tecniche ed economiche molto maggiori.

La predisposizione di basi di dati, di strumenti di analisi, di sistemi di *reporting*, lo sviluppo di metodologie, l'assunzione di risorse umane e l'adeguamento della struttura organizzativa che la proposta implicherebbe per le società di gestione, porterebbero ad un forte incremento dei costi, anche a prescindere dall'applicazione di eventuali criteri di proporzionalità (dei quali, peraltro, non si trova traccia).

Con la conseguenza che molti gestori potrebbero scegliere di interrompere l'offerta di fondi monetari, con il duplice negativo effetto di ridurre i flussi di finanziamento all'economia reale intermediati da strumenti trasparenti e diversificati e di accrescere la concentrazione degli operatori presenti sul mercato, con gli ovi rischi di natura sistemica.



Tutto ciò rilevato si invita con urgenza a valutare un complessivo alleggerimento del livello di pervasività delle disposizioni di cui agli articoli da 16 a 20. In particolare, tenuto anche conto di esigenze di sistematicità, se ne suggerisce la sostituzione con un unico articolo il cui testo è ispirato ai recenti orientamenti espressi dalla Banca d'Italia nella propria comunicazione sull'adeguatezza delle procedure di valutazione del rischio di credito e sull'utilizzo dei *rating* nel servizio di gestione collettiva del risparmio; comunicazione con la quale sono state prontamente recepite nel nostro Paese le modifiche alle direttive UCITS e AIFM sul tema richiamate più sopra.

Articolo 9 – Strumenti del mercato monetario ammissibili

1. L'FCM è autorizzato a investire negli strumenti del mercato monetario che soddisfano tutti i requisiti seguenti:

[omissis]

(c) al relativo emittente è stato attribuito ~~uno dei due gradi più elevati di rating interno un elevato merito creditizio~~ a norma ~~degli articoli da 16 a 19~~ dell'articolo 16;

[omissis]

Articolo 16 – Procedura di valutazione interna

[abrogato e sostituito dal seguente]

1. Il gestore dell'FCM, nel rispetto del principio di proporzionalità, si dota di un sistema di gestione del rischio di credito degli strumenti del mercato monetario basato sulla valutazione delle caratteristiche rilevanti degli emittenti e degli strumenti stessi e organizzato in modo da non fare esclusivamente o meccanicamente affidamento sui giudizi espressi da agenzie di rating del credito quali definite all'articolo 3, paragrafo 1, lettera b), del regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, relativo alle agenzie di rating del credito.

2. Il gestore dell'FCM documenta la procedura di valutazione interna. La procedura di valutazione interna è illustrata in maniera sintetica nel regolamento o nei documenti costitutivi dell'FCM.



3. La procedura di valutazione interna è approvata dall'alta dirigenza, dall'organo di gestione e, se esiste, dall'organo che esercita la funzione di sorveglianza sul gestore dell'FCM.

[Gli articoli da 17 a 20 vengono abrogati]

7. Detenzione di quantitativi minimi di attività con scadenza giornaliera/settimanale (artt. 21 e 22)

Gli articoli 21 e 22 prevedono, tra l'altro, che i fondi comuni monetari siano investiti per almeno il 10% in attività a scadenza giornaliera e per almeno il 20% in attività a scadenza settimanale. Al fine di evitare incertezze interpretative si suggerisce di precisare che le attività a scadenza giornaliera vanno conteggiate ai fini della determinazione del rispetto di entrambi i limiti.

Articolo 21 - Norme in materia di portafoglio degli FCM a breve termine

L'FCM a breve termine rispetta in ogni momento tutti i seguenti obblighi in materia di portafoglio:

[omissis]

(c) almeno il 10% delle attività è costituito da attività a scadenza giornaliera. L'FCM a breve termine non acquista attività diverse dalle attività a scadenza giornaliera quando con tale acquisizione si troverebbe a investire in attività a scadenza giornaliera meno del 10% del suo portafoglio;

(d) almeno il 20% delle attività è costituito da attività a scadenza settimanale; nel computo vanno incluse anche quelle di cui alla lettera precedente. L'FCM a breve termine non acquista attività diverse dalle attività a scadenza settimanale quando con tale acquisizione si troverebbe a investire in attività a scadenza settimanale meno del 20% del portafoglio.

Articolo 22 - Norme in materia di portafoglio degli FCM standard

1. L'FCM standard rispetta in ogni momento tutti i seguenti obblighi in materia di portafoglio:



[omissis]

(c) almeno il 10% delle attività è costituito da attività a scadenza giornaliera. L'FCM standard non acquista attività diverse dalle attività a scadenza giornaliera quando con tale acquisizione si troverebbe a investire in attività a scadenza giornaliera meno del 10% del suo portafoglio;

(d) almeno il 20% delle attività è costituito da attività a scadenza settimanale; nel computo vanno incluse anche quelle di cui alla lettera precedente. L'FCM standard non acquista attività diverse dalle attività a scadenza settimanale quando con tale acquisizione si troverebbe a investire in attività a scadenza settimanale meno del 20% del portafoglio.

8. La 'know your customer' policy (art. 24)

Ai sensi del comma 1 dell'art. 24 la 'know your customer' policy di cui la società di gestione si deve dotare deve tenere in considerazione (almeno) tutti gli elementi indicati alle lettere da (a) a (d). Tuttavia alcuni di essi potrebbero non essere nella disponibilità della società oppure non essere acquisibili di propria iniziativa.

Infatti il modello distributivo dominante nel segmento *retail* dei fondi comuni è fondato sull'impiego di uno o più distributori (banche e imprese di investimento) i quali di norma hanno la responsabilità del rapporto con il cliente. Per motivi di ordine pratico e commerciale e in assenza di specifici obblighi, molte informazioni sulle caratteristiche individuali degli investitori, come il grado di sofisticatezza o di avversione al rischio, *non sono nelle disponibilità* delle società di gestione.

Più in generale si ritiene che gli interventi a livello di struttura organizzativa e di procedure che le disposizioni contenute nella proposta richiederebbero alle società di gestione porterebbero ad un incremento dei costi che renderebbe con ogni probabilità anti-economica la gestione di un fondo monetario.

Tutto ciò considerato si suggerisce di intervenire sul testo della proposta per consentire una maggiore flessibilità nella predisposizione delle procedure di analisi del cliente in modo che queste possano essere integrate in maniera coerente ed economicamente sostenibile nel sistema organizzativo aziendale.



Articolo 24 - Conoscenza del proprio cliente

1. Il gestore dell'FCM, nel rispetto del principio di proporzionalità, istituisce, attua e applica procedure ed esercita tutta la diligenza dovuta per determinare il numero di investitori dell'FCM, le loro esigenze e il loro comportamento e l'entità delle rispettive quote, al fine di prevedere ~~correttamente~~ l'effetto di riscatti concomitanti da parte di diversi investitori. A tal fine, il gestore dell'FCM, qualora ne abbia la disponibilità, prende in considerazione ~~almeno~~ almeno i uno o più dei seguenti elementi:

- (a) le dinamiche individuabili delle esigenze di liquidità degli investitori;
- (b) il grado di sofisticatezza dei diversi investitori;
- (c) l'avversione al rischio dei diversi investitori;
- (d) il grado di correlazione o gli stretti legami tra i diversi investitori dell'FCM.

2. Il gestore dell'FCM assicura che

- (a) il valore delle azioni o quote detenute dall' un singolo investitore più rilevante ~~non superi in alcun momento il~~ sia adeguato al valore delle attività a scadenza giornaliera e settimanale;
- (b) il riscatto da parte di un investitore non abbia un impatto rilevante sul profilo di liquidità dell'FCM.

9. *Stress testing* (art. 25)

Al fine di evitare un eccessivo appesantimento procedurale ed economico, si suggerisce di assoggettare le prove di *stress* al principio della proporzionalità e di ridurre la portata prescrittiva delle indicazioni di cui al comma 1.

Articolo 25 - Prove di stress

1. Nel rispetto del principio di proporzionalità Per ogni FCM sono messe in atto solide procedure per l'effettuazione di prove di stress che consentano di individuare possibili eventi o cambiamenti futuri delle condizioni economiche che potrebbero avere effetti negativi sull'FCM. Il gestore dell'FCM procede regolarmente a prove di stress ed elabora piani di azione relativi a diversi scenari possibili.

Le prove di stress sono basate su criteri obiettivi e tengono conto degli effetti di scenari gravi plausibili. Gli scenari delle prove di stress prendono in considerazione almeno i



~~parametri di riferimento, tra cui i uno dei seguenti fattori:~~

- ~~(a) le variazioni ipotetiche del livello della liquidità delle attività detenute nel portafoglio dell'FCM;~~
- ~~(b) le variazioni ipotetiche del livello di rischio di credito delle attività detenute nel portafoglio dell'FCM, compresi gli eventi creditizi e di rating;~~
- ~~(c) le fluttuazioni ipotetiche dei tassi di interesse;~~
- ~~(d) i livelli ipotetici di riscatto.~~

~~[omissis]~~

10. Disposizioni finali (art. 43)

Ai sensi del comma 1 dell'art. 43 "entro sei mesi dalla data di entrata in vigore del presente regolamento" i fondi comuni monetari esistenti "presentano domanda all'autorità competente corredata dei documenti e delle prove necessari per dimostrare la conformità alle disposizioni del presente regolamento".

Considerato che varie disposizioni del regolamento prevedono l'emanazione da parte dell'ESMA (AESFEM) di specifiche norme di attuazione, per evitare il rischio che le società di gestione siano costrette ad intervenire sulle medesime procedure per due volte in un breve lasso temporale (con il conseguente aggravio di costi), si suggerisce di posticipare i termini per la presentazione della domanda ad un momento *successivo all'emanazione delle norme attuative* (ad es. dodici mesi dopo).

Articolo 43 - Trattamento degli OICVM e dei FIA esistenti

1. Entro ~~sei~~ dodici mesi dalla data ~~di entrata di emanazione della disciplina di attuazione da parte dell'AESFEM in vigore del presente regolamento,~~ gli OICVM o i FIA esistenti che soddisfano le condizioni di cui all'articolo 1, comma 1 ~~che investono in attività a breve termine e che hanno come obiettivi distinti o cumulativi l'offerta di rendimenti in linea con i tassi del mercato monetario o la preservazione del valore dell'investimento~~ presentano domanda all'autorità competente corredata dei documenti e delle prove necessari per dimostrare la conformità alle disposizioni del presente regolamento.



Conclusioni

A conclusione del mio intervento desidero richiamare quelli che a giudizio dell'Associazione risultano essere i punti di maggiore criticità della proposta della Commissione europea: la **procedura interna di valutazione del rischio**, la ***know your customer policy***, gli ***stress test*** e la **disciplina dell'attività di investimento**.

Su tutti questi argomenti è a nostro parere necessario intervenire in maniera precisa e risoluta affinché la futura regolamentazione europea dei fondi comuni monetari consenta il mantenimento di condizioni di economicità e fattibilità gestionale di un prodotto che, anche per le note vicende che stanno interessando il settore bancario, sarà chiamato a svolgere un ruolo di ancora maggiore rilievo nel finanziamento delle tesorerie dei vari attori del sistema economico.

La fase ascendente offre l'opportunità ai Parlamenti nazionali di far pervenire alla Commissione europea una serie di osservazioni e proposte puntuali che possano contribuire alla formazione di politiche e di decisioni dell'Unione europea quanto più possibile adeguate alle esigenze dei soggetti coinvolti.