

Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito alla Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sui fondi comuni monetari

COM(2013) 615 final — 2013/0306 (COD)

(2014/C 170/08)

Relatore: **IOZIA**

Il Parlamento europeo, in data 12 settembre 2013, e il Consiglio, in data 19 settembre 2013, hanno deciso, conformemente al disposto degli articoli 114 e 304 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, di consultare il Comitato economico e sociale europeo in merito alla:

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

COM(2013) 615 final — 2013/0306 (COD).

La sezione specializzata Mercato unico, produzione e consumo, incaricata di preparare i lavori del Comitato in materia, ha formulato il proprio parere in data 13 novembre 2013.

Alla sua 494a sessione plenaria, dei giorni 10 e 11 dicembre 2013 (seduta del 10 dicembre), il Comitato economico e sociale europeo ha adottato il seguente parere con 149 voti favorevoli, 2 voti contrari e 5 astensioni.

1. Conclusioni e raccomandazioni

1.1 Il Comitato economico e sociale europeo (CESE) è lieto che finalmente l'attesa e più volte annunciata proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sui fondi comuni monetari sia stata presentata dalla Commissione europea.

1.2 Il mercato dello *shadow banking* è di grande importanza, stime del *Financial Stability Board* (FSB) indicano la cifra di 51 000 miliardi di euro a livello globale; il 25/30 % dell'intero sistema finanziario. In Europa, la maggior parte dei fondi comuni monetari (FCM) opera nell'ambito della direttiva 2009/65/CE (OICVM), circa l'80 % dei volumi e il 60 % dei fondi. Il resto degli FCM operano, a partire dal luglio 2013 sulla base delle regole della direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi.

1.3 L'esigenza di regolare le attività delle cosiddette «banche-ombra», è stata determinata da due ragioni principali: la possibilità che il sistema delle banche ombra sia usato come un modo per eludere la regolazione, in particolare i requisiti patrimoniali, ovvero per svolgere attività che possono essere gestite nell'ambito del tradizionale sistema regolato, aumentando le probabilità di un evento sistemico. L'altra ragione principale risiede nel fatto che le attività finanziarie delle banche ombra si avvalgono di leve importanti, esponendo il settore finanziario, al pari delle banche tradizionali, al panico e all'evento sistemico.

1.4 Il CESE condivide la scelta della Commissione di provvedere con un regolamento alla normazione del settore, piuttosto che con una direttiva. Date le caratteristiche degli FCM che operano a livello globale, ma che sono basati essenzialmente in tre paesi, Francia Irlanda e Lussemburgo, è cruciale avere una normativa omogenea ed immediatamente applicabile. Questa scelta risponde pienamente ai principi di proporzionalità e sussidiarietà.

1.5 Su incarico del *Financial Stability Board*, l'IOSCO ha redatto una prima serie di raccomandazioni, nell'ottobre 2012 per orientare i regolatori ad intervenire sui mercati degli FCM. Nel mese di novembre 2012 è la volta dell'FSB a proporre un documento di indirizzo di regolazione, con lo scopo di ridurre la sensibilità degli FCM alla corsa al disinvestimento e il 20 novembre 2012 è la volta del PE di emanare le proprie osservazioni di indirizzo. Infine il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) nel dicembre 2012 ⁽¹⁾ ha emanato la sua raccomandazione.

⁽¹⁾ GU C 146 del 25.5.2013, pag. 1.

1.6 Negli Stati Uniti la SEC ha emanato la norma 2-a7 che regola la materia, fin dal 2010 e in data 19 novembre 2012 ⁽²⁾, il FSO (Financial Stability Oversight Council), l'Autorità preposta alla regolazione negli Stati Uniti, ha avviato una revisione della normativa in essere, proponendo ipotesi molto simili a quelle che la CE ha emanato: obbligo di realizzare un cuscinetto di capitale, di passare obbligatoriamente da FCM a NAV variabile e di obblighi di investimento a brevissimo termine e di maggior frequenza della comunicazione al mercato del composizione del portafoglio di investimenti. Il CESE raccomanda, considerata la forte integrazione dei mercati, di condividere con le autorità di oltre Atlantico regolazioni omogenee ed efficaci.

1.7 Il CESE condivide l'affermazione contenuta nel documento del CERS. «Gli FCM non hanno provocato la crisi finanziaria del 2007-2008, ma con la loro attività durante le turbolenze finanziarie si sono rivelati potenzialmente in grado di propagare — se non addirittura amplificare — una crisi. L'esperienza del 2007-2008 ha dimostrato come gli FCM possano essere esposti a episodi di fuga degli investitori e possano necessitare del sostegno delle società promotrici, in particolare per mantenere costante il loro valore patrimoniale netto».

1.8 Il Comitato riafferma che «sebbene sia indubbio che il sistema finanziario necessiti di liquidità — che già prima della crisi finanziaria dipendeva in buona misura dal sistema bancario ombra, gli insegnamenti tratti dalla crisi raccomandano che, nel processo di regolamentazione, venga data la priorità all'indispensabile stabilità del sistema finanziario». Infatti, «non dovrebbero esistere attività "nell'ombra" e per questo motivo il sistema bancario ombra deve essere soggetto agli stessi requisiti regolamentari e prudenziali dell'intero sistema finanziario». «La nuova regolamentazione deve avere come obiettivo un alto livello di protezione dei consumatori europei».

1.9 Il Comitato già da tempo, in linea con le raccomandazioni dell'FSB, aveva auspicato la rapida emanazione del regolamento ⁽³⁾. È indispensabile che il Parlamento e il Consiglio trovino al più presto le intese necessarie per varare il regolamento in esame, tenendo conto delle proposte di cambiamento avanzate dal CESE. Il rischio concreto è che la regolamentazione slitti di molti mesi, tenendo conto delle scadenze istituzionali del Parlamento e della Commissione.

1.10 Il CESE ritiene migliore e più adeguata allo scopo la raccomandazione emanata dall'FSB e dal CERS ⁽⁴⁾ circa la rischiosità dei CNAV, che dovrebbero essere trasformati in Variabili NAV. Il cuscinetto di capitale del 3 % appare insufficiente, tenendo conto del fatto che il massimo rischio possibile cui si è fatto fronte era di oltre il 6 % a fronteggiare le richieste di liquidità in un momento nel quale tutti gli operatori dovessero attendere gravi turbolenze sul mercato e si precipitassero a ritirare i loro investimenti.

2. La proposta di regolamento: i tratti essenziali

2.1 La proposta di regolamento della Commissione è un follow-up del Libro verde dello scorso anno sul sistema bancario ombra, detto *shadow banking* (vedi IP/12/253 e MEMO/12/191). Essa riassume il lavoro svolto finora e illustra la *roadmap* per possibili successive azioni di regolamentazione in questo importante settore.

2.2 I fatti accaduti durante la crisi finanziaria hanno acceso una luce su molti aspetti degli FCM che li hanno resi vulnerabili in caso di difficoltà nel mercato finanziario ed essi possono diffondere o amplificare i rischi attraverso i mercati.

2.3 Le linee guida, adottate dal CESR per creare un minimo terreno comune, sono state applicate dopo un anno solo da 12 Stati membri, mettendo in evidenza la persistenza di diverse regolazioni nazionali. Questo richiede un intervento tempestivo e deciso.

2.4 Gli FCM non potranno operare con derivati, al di fuori dei normali circuiti di protezione dal rischio di cambio e di interesse.

2.5 Gli FCM dovranno anche ridurre il rischio di controparte, attraverso una diversificazione degli investimenti: non sarà consentito di avere oltre il 20 % impegnato in un contratto di riacquisto con la medesima controparte.

⁽²⁾ Federal Register, Vol. 77, No. 223, 19 novembre 2012, Notices 69455.

⁽³⁾ GU C 146 del 25.5.2013, pag. 39.

⁽⁴⁾ Raccomandazione A — GU C 146 del 25.5.2013, pag. 1.

2.6 I *manager* dovranno astenersi dal richiedere un giudizio ad agenzie esterne specializzate; dovranno altresì sottoporre periodicamente gli FCM a *test stress* sulle loro capacità di resilienza.

2.7 La proposta di regolamento emessa mira a una maggiore trasparenza, attraverso:

- una raccolta di dati dettagliati;
- una normativa sugli strumenti finanziari e rischi associati alle operazioni di finanziamento tramite titoli;
- la definizione di un quadro che disciplini le interazioni con le banche.

2.8 La proposta di regolamento propone anche un giro di vite sui fondi comuni monetari, chiedendo condizioni di liquidità più stringenti. Secondo la Commissione, questo garantirebbe che, in caso di ritiro dei capitali da parte degli investitori, i fondi siano in grado di rimborsarli senza ripercussioni sul sistema.

2.9 In particolare, i fondi dovranno detenere in portafoglio almeno il 10 % di attività a scadenza giornaliera e un altro 20 % a scadenza settimanale, mentre non potranno avere un'esposizione superiore al 5 % in valore nei confronti di un unico emittente. Dovrà inoltre essere garantito un cuscinetto di capitale pari al 3 % per i fondi a valore patrimoniale netto costante.

3. Osservazioni generali

3.1 Lo *shadow banking* gioca un ruolo importante nel finanziamento dell'economia reale. Il sistema bancario ombra ha contribuito alla finanziarizzazione dell'economia e alla bolla immobiliare che dal 2007 ha colpito vari paesi sviluppati, portando le loro economie sull'orlo del collasso; pertanto, bisogna attribuire al sistema bancario ombra la responsabilità di fondo, seppure non esclusiva, della grande recessione che ha colpito gli Stati Uniti e molti Stati membri dell'UE. Il sistema finanziario nel suo complesso deve essere al servizio dell'economia reale⁽⁵⁾. Le PMI in particolare stanno affrontando gravi problemi per quello che riguarda il taglio ai crediti che stanno subendo. Il sistema bancario non sembra in condizione di adempiere alla sua funzione primaria di sostegno alla economia reale.

3.2 Gli FCM fanno incontrare la domanda e l'offerta di disponibilità liquide per un periodo breve.

3.3 Come constatato anche dal *Financial Stability Board* e da altre importanti istituzioni quali l'Organizzazione internazionale delle commissioni dei valori mobiliari (IOSCO) e il Comitato europeo per il rischio sistemico, nonostante si riconosca la loro importanza sistemica, gli FCM non hanno ricevuto un livello adeguato di regolamentazione. Il CESE condivide questa osservazione.

3.4 Sul versante opposto la FBE, la Federazione europea delle banche, solleva alcune preoccupazioni per le conseguenze delle proposte riguardanti i fondi monetari, giudicate restrittive e difficili da attuare per i fondi, le cui risorse "possono essere utilizzate dalle banche per sostenere i prestiti all'economia reale".

3.5 Nel frattempo, anche il G20 è al lavoro sul tema. Il focus è costituito dalle attività (e non dai soggetti) del settore. I vari commenti espressi dai paesi del G20 punterebbero a regolare il settore tramite un approccio *soft* per evitare eccessivi contraccolpi ai flussi finanziari mondiali, visto il ruolo importante che lo *shadow banking* riveste nel fornire liquidità al settore bancario.

3.6 In termini di istituzioni ed attività coinvolte, le stime del 2011 diffuse dal *Financial Stability Board* indicano che la dimensione dello *shadow banking* è di circa 51 mila miliardi di euro a livello globale, pari al 25-30 % dell'intero sistema finanziario e alla metà delle attività bancarie (Eurozona: quasi 17 mila miliardi; Regno Unito: quasi 7 mila miliardi; Stati Uniti: 17 mila miliardi e mezzo⁽⁶⁾).

⁽⁵⁾ GU C 11 del 15.1.2013, pag. 42.

⁽⁶⁾ Come confronto, si pensi che l'intero sistema bancario dell'eurozona gestisce complessivamente attivi per circa 27 mila miliardi di euro.

3.7 Tra i vari intermediari coinvolti in questo sistema, gli FCM hanno una rilevanza sistemica e costituiscono una fonte importante di finanziamento a breve termine per le istituzioni finanziarie, imprese e governi. Per tale motivo, il funzionamento dei fondi comuni monetari è al centro del lavoro internazionale di regolamentazione di cui si discute.

3.8 In Europa, gli FCM detengono circa il 22 % dei titoli di debito a breve termine emessi da governi o dal settore societario ed il 38 % del debito a breve termine emesso dal settore bancario, pari a circa 1 000 miliardi di euro.

3.9 In termini di distribuzione geografica complessiva, nell'UE, gli FCM sono principalmente basati in Francia, Irlanda e Lussemburgo e sono molto utilizzati soprattutto dalle imprese in Germania e Gran Bretagna, per quello che riguarda i fondi a NAV costante.

4. Osservazioni specifiche

4.1 Il settore degli FCM è strettamente intrecciato con le banche che spesso gestiscono i fondi stessi e addirittura ricorrono ai fondi stessi per finanziarsi. Secondo la Commissione, è la maggioranza degli FCM a venire sostenuta da banche: nove su dieci dei più grandi manager di FCM sono infatti finanziati da banche commerciali. Questa stima evidenzia l'alto livello di interconnessione non solo tra i due settori in oggetto, ma anche il legame tra gli FCM, la finanza delle aziende e i governi.

4.2 Per le aziende, gli FCM costituiscono una modalità alternativa per l'impiego della loro cassa a breve termine. Attraverso questi strumenti, infatti, le aziende possono impiegare le loro riserve con maggior profitto, piuttosto che depositarle presso una banca. Il CESE, pur riconoscendo la potenziale validità di queste forme di impiego del denaro, ne denuncia la pericolosità. A differenza delle banche, infatti, qualora le cose andassero male, i fondi non hanno accesso ad alcun supporto da parte delle banche centrali.

4.3 Nel mondo degli FCM non esistono infatti sistemi di garanzia dei depositi. Gli intermediari dello *shadow banking* (*hedge fund*, FCM o veicoli di investimento strutturati) forniscono credito.

4.4 Secondo l'attuale meccanismo di funzionamento, un FCM può dare in prestito tutti i soldi raccolti da individui o imprese. Il CESE fa notare che se uno o due soggetti tra quelli che hanno chiesto a prestito denaro non è poi in grado di ripagare il debito, l'FCM può fallire, perché se nello stesso momento alcuni depositanti/investitori hanno chiesto i loro soldi indietro, il fondo non è in grado di restituirli. Se non si interviene con regole prudenziali, con questo meccanismo, può essere innescata una nuova crisi.

4.5 Alla luce di queste osservazioni e considerando che, come già rilevato, i maggiori finanziatori/sponsorizzatori degli FCM sono proprio le banche, il CESE sostiene con convinzione che l'industria degli FCM avrebbe dovuto essere posta sotto regole e controlli simili a quelli già predisposti per il sistema bancario.

4.6 Il CESE sostiene che la previsione della Commissione di ovviare a questo rischio imponendo un *buffer* di liquidità del 3 % sia insufficiente a coprire i rischi derivanti dagli FCM a NAV costante, visto che si sono verificati casi di rischi superiori al 6 %.

4.7 L'inadeguatezza delle previsioni della Commissione si esprime anche rispetto alle raccomandazioni dell'FSB e dell'ESRB. Sia l'FSB che l'ESRB, in un'ottica prudenziale di salvaguardia del sistema, hanno suggerito alla Commissione di adottare un meccanismo di valutazione dei fondi basato sul NAV variabile, in modo tale che il valore del fondo si adeguasse sulla base delle oscillazioni dei prezzi. La regolazione ha invece mantenuto il meccanismo di NAV costante originariamente previsto, limitandosi ad aggiungere un *buffer* di liquidità per fronteggiare eventuali variazioni sfavorevoli dei valori. Il CESE ritiene che le raccomandazioni dei due soggetti regolatori del mercato, siano più rispondenti al principio della salvaguardia della stabilità del sistema finanziario, come si evince dalla tabella qui allegata.

Fondo comune monetario (FCM) con valore patrimoniale netto costante (CNAV — Constant Net Asset Value) (Art. 25)

Proposta della Commissione (4 settembre 2013)	Raccomandazioni del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS)	Raccomandazioni del <i>Financial Stability Board</i> (FSB)
Articolo 30: L'FCM di tipo CNAV istituisce e mantiene in ogni momento una riserva NAV pari ad almeno il 3 % del valore totale delle sue attività	Prescrivere agli FCM l'adozione di un valore patrimoniale netto (NAV) variabile e richiedere agli FCM di ricorrere in generale alla valutazione al <i>fair value</i> (raccomandazione A, punto 2, pag. 3)	Agli FCM che offrono un valore patrimoniale netto stabile o costante dovrebbe essere richiesto il passaggio a un NAV fluttuante ove possibile (raccomandazione punto 2.2., pag. 3)
Articolo 31: La riserva NAV è utilizzata unicamente per le sottoscrizioni e i rimborsi, al fine dell'equalizzazione della differenza tra il NAV costante per azione o quota e il NAV per azione o quota	Il metodo del costo ammortizzato dovrebbe essere utilizzato solo in circostanze limitate (raccomandazione A, punto 2, pag. 3)	

Tabella di comparazione⁽⁷⁾

Rispetto ai prodotti offerti, il CESE invita a una riflessione rispetto al fatto che in questo sistema bancario parallelo siano finiti i prodotti già in circolazione nel circuito bancario tradizionale e per questo regolamentati, per evitare i controlli più stringenti presenti nella vigilanza bancaria.

4.8 Il timore espresso dal CESE è che tali rischi vengano ora riproposti dal sistema ombra, per sfuggire alla vigilanza. Il Comitato ritiene opportuno quindi che ci si ispiri al principio «stesse attività = stesse regole».

4.9 Il CESE ribadisce un principio già sancito più volte, ovvero quello secondo cui una buona trasparenza e un adeguato livello di vigilanza garantirebbero al sistema finanziario di funzionare al servizio dell'economia, guadagnandoci in termini di fiducia, efficienza e quindi efficacia.

Il progetto di legge inoltre bandisce i *rating* esterni sui fondi del mercato monetario. Questa previsione è finalizzata a prevenire che potenziali *downgrade* scatenino il panico nei mercati. Il CESE, benché questa previsione vada contro il principio della trasparenza ed efficienza e possa nuocere alla piena simmetria informativa, ritiene che il mercato degli FCM sia frequentato da operatori professionali e che le agenzie di *rating* possano, semplicemente cambiando un giudizio, scatenare il panico tra gli investitori. Misure di *rating* interno, rafforzamento delle procedure e dei presidi di *risk management*, una vigilanza più rigorosa e stringente, potranno aiutare a salvaguardare in modo efficace la qualità degli *asset* di riferimento e dei collaterali dei fondi.

Bruxelles, 10 dicembre 2013

Il presidente
del Comitato economico e sociale europeo
Henri MALOSSE

⁽⁷⁾ Elaborazione eurodeputato Sven Giegold.